

**Effektives Kapitalmarktrecht**

**Zur Rechtsfolgenseite der Richtlinien  
im Europäischen Kapitalmarktrecht**

Dissertation  
zur Erlangung des Grades eines Doktors der Rechte  
der juristischen Fakultät  
der Universität Augsburg

vorgelegt von  
Rechtsanwalt Meinhard Bartsch  
aus Neumarkt i.d. Opf.

2005

## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2004/2005 von der Juristischen Fakultät der Universität Augsburg als Dissertation angenommen.

Herrn Professor. Dr. Thomas M.J. Möllers danke ich für die Betreuung und Unterstützung der Arbeit. Seine wertvollen Anregungen und Hinweise seit meiner Ausbildung in der Augsburger Stage trugen maßgeblich zum Entstehen der Arbeit bei und begleiteten sie über ihre gesamte Entwicklungsdauer.

Herrn Professor Dr. Christoph Becker danke ich für die schnelle Erstellung des Zweitgutachtens.

Herrn Rechtsanwalt Frank Müller-Rath aus der Sozietät Scheufen, Wulff & Müller-Rath danke ich für die immerwährende Unterstützung, diverse Anregungen und die vielen kritischen Fragen.

Herrn Dipl. rer. oec. Jan Patrick Durst und Frau Sigrid Guttenberger danke ich für die technische Unterstützung und das engagierte Korrekturlesen.

Mein ganz besonderer Dank gilt meinen Eltern. Sie haben von Beginn meiner Ausbildung an durch Ihre unablässige Förderung und Unterstützung diese Arbeit erst ermöglicht. Ihnen widme ich diese Arbeit.

## Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort.....</b>	<b>II</b>
<b>Inhaltsverzeichnis.....</b>	<b>III</b>
<b>A Vorbemerkungen und theoretische Grundlagen.....</b>	<b>1</b>
I Einleitung .....	1
II Themenbegrenzung und Gang der Untersuchung.....	4
1 Begrenzung des Themenbereiches.....	4
2 Untersuchungsverlauf .....	6
III Begriffe, Entwicklungen und Grundlagen des Kapitalmarktrechts .....	9
1 Die Bedeutung des Begriffs „effektiv“ im Kontext der Arbeit.....	9
2 Begriffliche Einordnung von Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht.....	10
a) Der Kapitalmarkt .....	11
b) Das Kapitalmarktrecht .....	14
3 Entwicklung und Instrumente des Europäischen Kapitalmarktrechts .....	16
4 Die Entwicklung in Deutschland .....	19
5 Ziele und Aufgaben des Kapitalmarktrechts im Besonderen .....	20
a) Der Funktionsschutz .....	21
(1) Die alloкатive Funktionsfähigkeit .....	21
(2) Die operationale Funktionsfähigkeit.....	22
(3) Die institutionelle Funktionsfähigkeit.....	23
b) Der Anlegerschutz .....	23
(1) Der Anlegerschutz im Bereich der marktintegrierenden Rechtsangleichung.....	23
(2) Der Anlegerbegriff .....	25
(3) Institutioneller und individueller Anlegerschutz .....	26
(4) Das Konzept des Anlegerschutzes.....	27
IV Die Richtlinie als Regelungsinstrumentarium.....	32
1 Die Vorgabe von Art. 249 EGV und die allgemeine Wirkungsweise der Richtlinie.....	32
2 Der sog. „effet utile“ .....	33
3 Der Wandel im Nutzungskonzept.....	33
4 Effektivitätsverlust durch richtlinienimmanente Problemfelder .....	34
a) Effektivitätsverlust durch Teil- und Mindestharmonisierung.....	34
b) Fehlende Implementationskontrolle .....	35
5 Kompromisse und Optionen.....	36
6 Neuausrichtung durch den Aktionsplan der Kommission und ein beschleunigtes Rechtsetzungsverfahren (Lamfalussy-Bericht) .....	36
<b>B Effektivitätsuntersuchungen .....</b>	<b>38</b>
I Die Untersuchung im Bereich des Sekundärmarktes: Anlegerschutz im Insiderrecht, der Ad-hoc-Publizität und der Marktmanipulation.....	38
1 Anlegerschutz im Bereich des Insiderrechts, der Ad-hoc-Publizität und der Marktmanipulation vor Erlass der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG .....	39
a) Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität.....	39
(1) Die Theorie des Insiderrechts.....	39
(2) Theoretische Grundlagen zur Ad-hoc-Publizität .....	48
(3) Der Anlegerschutz in der Insiderrichtlinie und der Börsenzulassungsrichtlinie.....	51
(a) Analyse der Erwägungsgründe .....	51

(b)	Darstellung der Richtlinientexte .....	54
(4)	Die Regelungen im Bereich der Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie 2001/34/EG .....	65
b)	Die Marktmanipulation .....	65
c)	Zwischenergebnis .....	65
2	Anlegerschutz im Bereich der Neuregelungen des Insiderrechts, der Ad- hoc-Publizität und der Marktmanipulation .....	68
a)	Die Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG .....	68
(1)	Analyse der Erwägungsgründe .....	69
(2)	Analyse des Richtlinien textes .....	72
(a)	Anwendungsbereich .....	72
(b)	Die Insiderregelungen in der Richtlinie .....	73
(c)	Die Ad-hoc-Publizität .....	77
(d)	Die Sanktionen .....	80
(e)	Die Konkretisierungen im Komitologieverfahren .....	81
3	Vergleich der gemeinschaftlichen Regeln und eine Analyse der Marktmissbrauchsregeln aus der Sicht des Anlegerschutzes .....	84
a)	Der Marktmissbrauch .....	85
(1)	Die Insiderregelung .....	85
(2)	Die Marktmanipulation .....	88
b)	Die Ad-hoc-Publizität .....	93
c)	Director's Dealings .....	98
d)	Sanktionen .....	99
e)	Zusammenfassung .....	102
II	Die Untersuchung auf nationaler Ebene .....	105
1	Vom 4. FFG zum AnSVG – Entwicklungen und Ziele .....	105
2	Darstellung und Analyse der entsprechenden Normen des WpHG nach dem 4. FFG – Inhalte und Probleme .....	107
a)	Der Anwendungsbereich § 1 WpHG .....	107
b)	Der Begriff der Insiderpapiere, § 12 WpHG .....	107
c)	Der Insiderbegriff, § 13 WpHG .....	108
d)	Verbot von Insidergeschäften, § 14 WpHG .....	108
e)	Veröffentlichung und Mitteilung kursbeeinflussender Tatsachen, § 15 WpHG .....	109
f)	Director's Dealings, § 15a WpHG .....	113
g)	Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation, § 20a WpHG .....	116
h)	Schadenersatz wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung kursbeeinflussender Tatsachen, bzw. wegen der Veröffentlichung unwahrer Tatsachen in einer Ad-hoc-Mitteilung , §§ 37 b, c WpHG .....	119
3	Darstellung und Analyse des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes .....	122
a)	Anwendungsbereich, § 1 WpHG .....	123
b)	Die Umsetzung des Begriffs „Finanzinstrumente“ § 2 Abs. 2 b WpHG ..	125
c)	Aufgaben und Befugnisse der Aufsichtsbehörde, § 4 WpHG .....	125
d)	Grenzüberschreitende Zusammenarbeit der zuständigen Stellen, § 7 WpHG .....	129
e)	Anzeige von Verdachtsfällen, § 10 WpHG .....	130
f)	Definition der Insiderpapiere, § 12 WpHG .....	133
g)	Der Begriff der Insiderinformation, § 13 WpHG .....	134
h)	Das Verbot der Insidergeschäfte, § 14 WpHG .....	135
i)	Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen, § 15 WpHG	138
j)	Director's Dealings, § 15a WpHG .....	141

k)	Die Marktmanipulation, § 20a WpHG .....	143
l)	Finanzanalysen, § 34b WpHG .....	146
m)	Die Schadensersatzregelungen, §§ 37 b, c WpHG .....	150
n)	Straf- und bußgeldrechtliche Vorschriften, §§ 38 und 39 WpHG .....	153
III	Resümee .....	156
	Literaturverzeichnis .....	159

# A Vorbemerkungen und theoretische Grundlagen

## I Einleitung

Die vorliegende Arbeit soll einen Beitrag zur Bewertung der Richtlinieneffektivität im Kapitalmarktrecht liefern. Das Thema Kapitalmarkt ist in den letzten Jahren auf nationaler, gemeinschaftlicher und internationaler Ebene stark in das Blickfeld der Öffentlichkeit gerückt. EM.TV, Aufstieg und Niedergang des Neuen Marktes, T-Aktie, Enron und Informatel sind nur einige wenige Schlagworte, bei deren Nachhall noch immer manchen Anlegern ein Schreck durch die Glieder fährt, da sie immense Summen, teilweise sogar das gesamte Vermögen durch Spekulationsverluste vernichtet haben. Dies belegen die Zahlen über die Krise am Neuen Markt:<sup>1</sup> Der Index ist von einem Höchststand von knapp 8600 Punkten am 10.03.2000 auf einen Stand von unter 1000 Anfang März 2002 gefallen, was etwa einem Wertverlust von 90% entspricht. In absoluten Zahlen ausgedrückt ging ein Wert von ca. 200 Milliarden Euro verloren. Ende März 2000 fielen die Börsenumsätze am Neuen Markt auf bis zu 1% der Spitzenumsätze, einhergehend mit einer Abnahme der Zahl der gelisteten Unternehmen.

Mag es für den Einzelnen eine schmerzliche Erfahrung gewesen sein, so ist z. B. das Geschehen am Neuen Markt kein Einzelphänomen, sondern eine Entwicklung,<sup>2</sup> die in der Geschichte immer vorkam und wohl auch immer wieder vorkommen wird. Eingebettet war das Platzen der Spekulationsblase am Neuen Markt aber in eine globale Kapitalmarktkrise. Diese war von dem kollektiven Versagen der Akteure am Kapitalmarkt gezeichnet und kann somit auch als Krise der Glaubwürdigkeit des Kapitalmarkts bezeichnet werden.<sup>3</sup> Fraglich ist aber, ob dies alles unvermeidbar war und auch deshalb nicht bekämpft werden sollte, weil der Markt selbst wieder zum Ausgleich findet und sich die Börsenpreise von sich aus wieder die Nähe zu den Fundamentaldaten suchen.<sup>4</sup> Neben immensen Kursschwankungen konnte auch die gesamte Bandbreite an möglichen Anlegerschädigungen verzeichnet werden, die für junge und dynamische, zugleich aber auch nicht hinreichend regulierte Aktienmärkte cha-

---

<sup>1</sup> Baums, ZHR 166 (2002), 375, 376.

<sup>2</sup> Vgl. Wittkowski, ZHR 2003, 130, 133, der einzelne Börsencrashes der Geschichte beschreibt.

<sup>3</sup> Wittkowski, ZHR 2003, 130, 134.

<sup>4</sup> Merkt, Gutachten, G. 113.

rakteristisch zu sein scheinen.<sup>5</sup> Dies beginnt bei unvollständigen Zulassungsprospekten und intransparenten Zuteilungsverfahren, geht über den Bruch von Marktschutzvereinbarungen, nicht veröffentlichten Director's Dealings, Insidergeschäften und Marktmanipulationen und setzt sich in fehlerhaften oder unterlassenen Ad-hoc-Mitteilungen, Verstößen gegen die Rechnungslegungsvorschriften sowie Bilanzfälschungen fort.<sup>6</sup>

Mehr oder weniger unbeachtet von der breiten Öffentlichkeit, vollzog sich aber parallel zu dem Geschehen auf dem Parkett eine interessante Entwicklung auf dem Gebiet des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechtes. Das Recht entwickelte sich besonders im Anlegerschutz weiter, und es wurden die Ursachen für die Fehlentwicklung an den Märkten gesucht. Man versuchte, sowohl national<sup>7</sup> als auch international<sup>8</sup>, die Fehleranalyse in einen Umbau und eine Verbesserung der rechtlichen Rahmenbedingungen für die Kapitalmärkte einfließen zu lassen, um diese wieder zu stärken und wettbewerbsfähig zu machen.

Lenkt man den Blick auf die europäische Gesetzgebung, so wird schnell deutlich, dass gerade unter Zuhilfenahme der Richtlinie als Steuerungsinstrument das Kapitalmarktrecht in der Gemeinschaft entwickelt wurde und fortgeführt wird. Mit dem Instrument der Richtlinie wird zum einen die Herstellung der Freiheit des Kapitalverkehrs und der Dienstleistungsfreiheit im europäischen Kapitalbinnenmarkt verfolgt.<sup>9</sup> Zum anderen wird hierdurch ein weiteres Hauptziel, der Anlegerschutz durch Informationsvermittlung, verwirklicht. Europäische Richtlinien zum Kapitalmarktrecht gehen von der Idee aus, durch möglichst viel Transparenz Kapitalmarktschutz und somit auch Anlegerschutz<sup>10</sup> zu erreichen.<sup>11</sup>

Immer wieder begegnet man aber dem Vorwurf, es fehle der Gemeinschaft an einem schlüssigen Konzept zur Schaffung eines funktionsfähigen und wettbewerbsfähigen Kapitalmarktes.<sup>12</sup> Die Harmonisierungsmaßnahmen des Gesellschafts-, Börsen-,

---

<sup>5</sup> Baums, ZHR 166 (2002), 375, 377.

<sup>6</sup> Baums, ZHR 166 (2002), 375, 377, m.w.N.

<sup>7</sup> Vgl. hierzu als Beispiel die allgemeine Begründung für das 4. Finanzmarktförderungsgesetz (FMFG) vom 21.06.2002, BGBl I 2002, 2010, nachzulesen unter:  
<http://www.bundesfinanzministerium.de/Aktuelle-Gesetze-.388.8348/-688.htm>.

<sup>8</sup> Vgl. hierzu die Erklärungen auf Gemeinschaftsebene unter  
[http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/finances/actionplan/index.htm#progress8](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/actionplan/index.htm#progress8).

<sup>9</sup> Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S. 29.

<sup>10</sup> Zu der Verzahnung von Kapitalmarkt- und Anlegerschutz wird detailliert unter S.23 ff eingegangen.

<sup>11</sup> Möllers, ZGR 1997, 334, 366.

<sup>12</sup> Assmann, Harmonisierung, S. 124; Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S.31.

Rechnungslegungs-, Publizitäts- und Steuerrecht allein bildeten noch keine konzeptionelle Grundlage für ein Kapitalmarktrecht. Insbesondere wird bemängelt, es fehle der inhaltliche, auf den Kapitalmarkt ausgerichtete Zusammenhang der einzelnen Regelungsbereiche. Nur weil die nationalen Rechte gleich seien, entstünde noch kein effektiver Kapitalmarkt.<sup>13</sup>

Kritik erfährt das Gemeinschaftsrecht auch im Bereich der Primärmarktpublizität, die die Voraussetzung für eine informierte Anlegerentscheidung schaffen soll. Hier wird der Einwand erhoben, die Prospektinhalte seien auf Gläubiger und professionelle Anleger statt auf die Anlegerinteressen der Kleinanleger zugeschnitten.<sup>14</sup>

Diesen Vorwürfen stehen Vorschläge für weitere Maßnahmen im Bereich des Kapitalmarktrechtes gegenüber.<sup>15</sup> Zum einen wird das Ziel verfolgt, einen einheitlichen Finanzbinnenmarkt zu schaffen, zum anderen wird die aktuelle Entwicklung in der gemeinschaftsrechtlichen Gesetzgebung vorangetrieben<sup>16</sup>. In den Maßnahmenvorschlägen wird ein neuer Integrationsschub gesehen, da sie z.B. auf die Vereinheitlichung eines europaweiten öffentlichen Angebotes von Wertpapieren und den Schutz vor Marktmanipulation abzielen.<sup>17</sup>

Weiterhin setzt ein effektiver Kapitalmarkt neben der von der Gemeinschaft vorrangig harmonisierten Primärpublizität voraus, dass weitere Maßnahmen in anderen Regelungsbereichen, so z.B. im Bereich des Sekundärmarktes, im Bereich des Informationsmarktes, des Vertriebs und im Verbandsrecht ergriffen werden.<sup>18</sup>

An diesem Punkt stellt sich nunmehr die Frage nach der tatsächlichen Effektivität des europäischen Kapitalmarktrechtes. Im Folgenden wird, insbesondere durch Rechtsvergleichung, versucht, eine Antwort auf diese Frage zu geben. Anhand einer Auswahl von Neuerungen im europäischen Kapitalmarktrecht, soll der aktuelle Stand der

---

<sup>13</sup> Assmann, Harmonisierung, S. 124; Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S.31; a.A. Mülbert, WM 2001, 2085, wohl auch Claussen, Bank- und Börsenrecht, S. 361.

<sup>14</sup> Assmann, AG 1993, 549, 557; Deckert/von Rüden, EWS 1998, 46, 53, m.w.N.

<sup>15</sup> Vgl. hierzu den sog. Lamfalussy-Bericht, abzurufen unter:

[http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/finances/mobil/lamfalussy\\_de.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/mobil/lamfalussy_de.htm); zu den Einzelheiten des Berichts vgl. XXXXXX. Siehe auch den Financial Services Aktion Plan, abzurufen unter: [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/finances/actionplan/index.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/actionplan/index.htm) sowie abgedruckt in: ZBB 1999, 254 ff.

<sup>16</sup> z.B. der Kommissionsvorschlag für eine neue Transparenzrichtlinie vom 26.03.2003. Der Werdegang und der Text des Vorschlags sind unter:

[http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/finances/mobil/transparency/index.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/mobil/transparency/index.htm) abzurufen.

<sup>17</sup> Claussen, Bank- und Börsenrecht, S. 361.

<sup>18</sup> Assmann, AG 1993, 549, 555; Deckert/von Rüden, EWS 1998, 46, 53.



Rechtsentwicklung, auch auf nationaler Ebene, aufgezeigt werden und als Diskussionsbeitrag für die aktuelle Bewertung des Kapitalmarktrechtes in Europa dienen.

## **II Themenbegrenzung und Gang der Untersuchung**

### **1 Begrenzung des Themenbereiches**

Betrachtet man die verschiedenen Aktivitäten zur Realisierung eines europäischen Binnenkapitalmarktes, so stößt man auf zwei große Politikfelder, die als Oberbegriffe für die einzelnen Maßnahmen dienen.<sup>19</sup> Zum einen steht die Marktinterpenetration im Vordergrund, die Schaffung der Voraussetzungen für die wechselseitige Durchdringung der Kapitalmärkte in den Mitgliedstaaten. Zum anderen ist der Anlegerschutz<sup>20</sup> erklärtes Ziel bei der Verwirklichung eines gemeinsamen Kapitalmarktes. Der Anlegerschutz erscheint in diesem Zusammenhang jedoch nicht unbedingt als Selbstzweck.<sup>21</sup> Die Realisierung eines Mindestschutzstandards für den Anleger auf nationaler Ebene steht vielmehr im Dienst der Absicht, einen Eckpfeiler für gemeinschaftsweite Kapitalbewegungen und die Marktdurchdringung des europäischen Kapitalmarktes zu errichten.<sup>22</sup> Der kapitalmarktrechtliche Anlegerschutz, sowohl in seiner individuellen als auch in seiner institutionellen Ausrichtung, fußt auf dem Konzept<sup>23</sup>, dass der Anleger sämtliche, für seine Anlageentscheidung notwendigen Informationen erhält, um diese eigenverantwortlich und selbstbestimmt fällen zu können und Korrekturentscheidungen bei Bekanntwerden neuer Tatsachen möglich werden.<sup>24</sup> Kurz gesagt, soll der mündige Bürger eine informierte Entscheidung treffen können.<sup>25</sup> Ziel ist nämlich auch die Vermeidung von Anlageentscheidungen und Kapitalströmen auf der Basis unterschiedlicher regulatorischer Anlegerschutzniveaus. Empirische Untersuchungen legen den Schluss nahe, dass Breite und Tiefe nationaler Kapitalmärkte wesentlich von der Leistungsfähigkeit anlegerschützender Vor-

---

<sup>19</sup> Assmann/Buck, EWS 1990, 110, 112.

<sup>20</sup> Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1192, 1201 bezeichnet den Begriff des Anlegerschutzes zu Recht als unscharf, da streng zwischen dem Schutz der Individualinteressen des einzelnen Anlegers und dem Schutz der Anlegerschaft im Sinne des Anlegerpublikums unterschieden werden muss. Er schlägt daher vor, die nicht individualisierbare Gesamtheit der Anleger terminologisch von den Anlegern als Einzelpersonen durch die Bezeichnung der „Anlegerschaft“ abzugrenzen.

<sup>21</sup> Assmann/Buck, EWS 1990, 110, 112.

<sup>22</sup> Vgl. hierzu: Lamfalussy-Bericht, Fn. 15.

<sup>23</sup> Vgl. zu dem System des Anlegerschutzes in seinen verschiedenen Ausprägungen die Einzelheiten auf S. 24.

<sup>24</sup> Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S. 384.

<sup>25</sup> Möllers/Leisch, JZ 2000, 1085, 1086.

schriften abhängen.<sup>26</sup> Somit kann nichts anderes für den Markt auf der Gemeinschaftsebene gelten.

Da der Anlegerschutz als konstitutives Element des modernen Kapitalmarktrechtes zu bewerten ist, soll dieser als Ausgangspunkt für die Arbeit dienen. Zu beachten ist, dass der Anlegerschutz im Kapitalmarktrecht nicht grenzenlos durchsetzbar ist, sondern sich unter anderem in gewissen Bereichen überindividuellen Interessen beugen muss. So erwachsen interne Grenzen aus dem Wesen von Kapitalanlagen da z.B. Aktien Risikopapiere sind, deren Unwägbarkeiten beim Anleger verbleiben müssen. Darüber hinaus wird das kapitalmarktrechtliche Kräftefeld nicht alleine durch Anlegerinteressen bestimmt. Gegenläufige Belange anderer Marktteilnehmer und adverse Effekte eines ausufernden Investorenschutzes müssen immer beachtet werden.<sup>27</sup> Hieraus ergibt sich, dass der Anlegerschutz in einem Spannungsfeld zwischen individuellen Anlegerinteressen und überindividuellen Marktinteressen angesiedelt ist. Dieses Problemfeld gilt es näher zu betrachten, da ein effektiver Kapitalmarkt nur unter einer ausgleichenden Konkordanz dieser Gegenpole bestehen kann.

Sanktionen, insbesondere zivilrechtliche bei Verstößen gegen den Anlegerschutz, sollen in diesem Bereich der Untersuchung eine besondere Rolle spielen.<sup>28</sup> Nach dem Zusammenbruch des Neuen Marktes<sup>29</sup> kam es, unter anderem in Deutschland, zu einer Reihe Aufsehen erregender Zivilprozesse, in denen Anleger Entschädigung für ihr verlorenes Kapital forderten.<sup>30</sup> In diesem Zusammenhang kam es zwangsläufig zu einer Verknüpfung der Begriffe Anlegerschutz und zivilrechtliche Haftung.<sup>31</sup> Nicht selten erlitten die Kläger jedoch vor den Zivilgerichten eine Niederlage, indem Schadensersatzklagen abgewiesen wurden.<sup>32</sup> Im Bereich der Gesetzgebung wurden

---

<sup>26</sup> *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 38.

<sup>27</sup> Vgl. hierzu *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 38, der die Grenzen des Anlegerschutzes in 5 Unterpunkte aufgliedert.

<sup>28</sup> Bereits hier ist auf die Unterscheidung von Individualschutz und dem Schutz des Anlegerpublikums hinzuweisen, da ein geschädigter Anleger nur dann einen Anspruch erwerben kann, wenn die verletzte Norm zumindest auch dem Schutz der Individualinteressen dient und damit ein Schutzgesetz im Sinne einer haftungsbegründenden unerlaubten Handlung darstellt.

<sup>29</sup> Im Zuge der Neusegmentierung des Aktienmarktes ist der Begriff „Neuer Markt“ verschwunden. Stattdessen fand eine Neuklassifizierung der Unternehmen statt, um diese in die Bereiche „Prime Standard“ und „Classic Standard“ einzuteilen und sie als sog. „Classic Werte“ zu führen, bzw. sie nunmehr im „TecDax“ zu listen, vgl. hierzu *Wittkowski*, ZHR 2003, 131.

<sup>30</sup> Vgl. hierzu OLG München, ZIP 2002, 1989, „Infomatec“, mit Anmerkung von *Möllers/Leisch*, BGH NJW 2004, 2664 ff., sowie OLG München, AG 2003, 105, „EM.TV“.

<sup>31</sup> Eine aktuelle Analyse der Haftung wegen Falschinformationen findet sich bei *Baums*, ZHR 2003, 139 wieder.

<sup>32</sup> Vgl. hierzu LG Augsburg ZIP 2001, 1881 und OLG München ZIP 2002, 1989, BGH NJW 2004, 2664 ff. „Infomatec“.

Anlegerschutz und zivilrechtliche Haftung nunmehr auch in einem Zusammenhang genannt, als dem Gesetzgeber bewusst wurde, dass das Anlegervertrauen durch das Fehlverhalten einzelner Marktteilnehmer stark geschädigt wurde.<sup>33</sup> Aber auch von anderer Stelle wurde z. B. gefordert, die Haftung für Falschinformationen des Sekundärmarktes neu und internationalen Standards entsprechend zu ordnen.<sup>34</sup> Dieser Entwicklung wird in der Arbeit Rechnung getragen, da sie bei der Weiterentwicklung des Kapitalmarktrechtes sowohl auf gemeinschaftlicher als auch auf nationaler Ebene dem Anlegerschutz zu einem neuen Stellenwert verholfen hat und daher nicht unberücksichtigt bleiben durfte.

Zweifelsohne endet der Anlegerschutz nicht im Kapitalmarktrecht. Effektiver Anlegerschutz muss sich im Gesellschaftsrecht fortsetzen.<sup>35</sup> Allerdings kann die gesellschaftsrechtliche Seite nur angerissen werden, um gewisse Verbindungslinien aufzuzeigen.

Aus diesen Überlegungen heraus wird sich die Untersuchung der Rechtsfolgende der Kapitalmarktrichtlinien auf die Sanktionen und die Informationspflichten als Anlegerschutz im Spannungsfeld zwischen Individual- und Marktinteressen unter der besonderen Berücksichtigung zivilrechtlicher Haftung beschränken.

## **2 Untersuchungsverlauf**

Bevor im rechtsvergleichenden Wege die Effektivitätsuntersuchung erfolgt, ist es notwendig, im Vorfeld einige Themengebiete zu erörtern, um die nachfolgenden Betrachtungen abzurunden:

Zunächst wird die Entwicklung des Kapitalmarktrechts auf Gemeinschaftsebene und in Deutschland dargestellt. Dieser historische Abriss ist notwendig, da in dem nachfolgenden Teil der Arbeit die Entwicklung dieser Gebiete immer wieder als Grundlage zur Rechtsvergleichung herangezogen wird.

Das Kapitalmarktrecht ist dynamisch. In Europa und seinen Mitgliedstaaten muss es sich ständig den Gegebenheiten des Marktes anpassen, damit es gegenüber ande-

---

<sup>33</sup> Vgl. die allgemeine Begründung des Regierungsentwurfs vom 14.11.2001 zum 4. Finanzmarktförderungsgesetz S. 176 ff sowie die Begründung zu §§ 37 b und 37 c WpHG, nachzulesen unter [http://www.jura.uni-augsburg.de/altepage/Fakultaet/Moellers/mat\\_frset\\_de\\_gesell.htm](http://www.jura.uni-augsburg.de/altepage/Fakultaet/Moellers/mat_frset_de_gesell.htm).

<sup>34</sup> So die Forderungen bei Baums, Bericht Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rn. 188-190, BT-Drucks. 14/7515.

<sup>35</sup> Vgl. hierzu Möllers, ZGR 1997, 334, 338 ff, der die Lücken und Überschneidungen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht hinsichtlich des Anlegerschutzes analysiert hat und in diesem Zusammenhang die Notwendigkeit gesellschaftsrechtlicher Verhaltensgebote und -verbote herausarbeitet.

ren Märkten konkurrenzfähig bleibt. Teilweise werden daher bestehende Regelungen übernommen und weiterentwickelt, teilweise wird aber auch mit bestehenden Systemen gebrochen und neue eingeführt. Eine grundlegende Kenntnis über die Entwicklung ist somit unerlässlich, insbesondere um sich mit Neuregelungen kritisch auseinandersetzen zu können.

Da der Anlegerschutz eine zentrale Rolle in dieser Arbeit spielt, werden zunächst der Begriff und das Konzept des Anlegerschutzes im europäischen und deutschen Kapitalmarktrecht erörtert. Ähnlich wie der Begriff des Kapitalmarktes und des Kapitalmarktrechtes<sup>36</sup> ist auch der Begriff des Anlegerschutzes erklärungsbedürftig.<sup>37</sup> Erst eine eindeutige Einordnung des Begriffes verdeutlicht die Konzeption, mit der der Anlegerschutz in das Kapitalmarktrecht einfließt. Anlegerschutz kann sich nämlich auf die Gesamtheit aller potentiellen oder tatsächlichen Anleger beziehen, die unmittelbar oder mittelbar Zugang zu den Kapitalmärkten haben oder er kann sich auf die Individualinteressen des einzelnen Anlegers beziehen.<sup>38</sup> Damit einhergehend wird kurz auf die Entwicklung des Anlegerschutzes einzugehen sein.

Es ist weiterhin notwendig, die Komplexität einer Richtlinie zu durchdringen, um sich mit deren Wirkungsweise auf der Rechtsfolgenseite beschäftigen zu können. Auch wenn die Richtlinie teilweise mit der Rahmengesetzgebung im nationalen (deutschen) Recht verglichen wird,<sup>39</sup> ist dies unzutreffend, wenn nicht sogar schlicht falsch. Die Richtlinie ist Sekundärrecht der Gemeinschaft, welches neben der Verordnung am häufigsten zur Harmonisierung in der Gemeinschaft gebraucht wird.<sup>40</sup> Ihre Struktur und Wirkungsweise ist vielschichtig. Eine Analyse und die Darstellung der allgemeinen Wirkungsweise von Art. 249 EGV sind somit unumgänglich, um die Zusammenhänge an den Schnittstellen zwischen Gemeinschaftsrecht und nationaler Umsetzung zu verstehen. Daher wird einmal die Richtlinie mit ihren Eigenschaften zu erörtern sein. Flankierend hierzu wird der neue Regulierungsansatz der Gemeinschaft im Kapitalmarktrecht mit dem sog. Vier-Stufen-Konzept<sup>41</sup> dargestellt. Dieses Konzept soll die Gesetzgebung im Bereich Kapitalmarkt reformieren, um eine schnellere und einheitlichere Umsetzung des Gemeinschaftsrechtes zu ermöglichen.<sup>42</sup> In

---

<sup>36</sup> Kämpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1142.

<sup>37</sup> Deckert/von Rüden, EWS 1998, 46, 49.

<sup>38</sup> Deckert/von Rüden, EWS 1998, 46, 49.

<sup>39</sup> Vgl. Oppermann, Europarecht, S. 209.

<sup>40</sup> Vgl. Oppermann, Europarecht, S. 488.

<sup>41</sup> Vgl. hierzu: Lamfalussy-Bericht, Fn. 15.

<sup>42</sup> Vgl. hierzu: Lamfalussy-Bericht, Fn. 15.

diesem Konzept spielt die Richtlinie auf der ersten und zweiten Stufe eine tragende Rolle. Untersucht man die Effektivität der Kapitalmarktrichtlinien, so kann dies nur im Zusammenhang mit dem Vier-Stufen-Konzept geschehen.

Der zweite Teil der Arbeit wird aus einer rechtsvergleichenden Studie bestehen. Die Entscheidung im Wege einer Rechtsvergleichung ein Ergebnis zu erzielen, liegt in dem System des europäischen Rechts. Die Systembildung des Gemeinschaftsrechts unterscheidet sich grundlegend von der des nationalen Rechts. Während in den nationalen Rechtsordnungen eine Systembildung darauf abzielt, die wertungsmäßige Einheit und inhaltliche Fortbildung eines Rechtsgebietes, von Teilbereichen oder der gesamten Rechtsordnung zu erreichen,<sup>43</sup> geht das Gemeinschaftsrecht einen völlig anderen Weg. Das Gemeinschaftsrecht ist kein abgeschlossenes Rechtssystem, sondern auf die Kooperation mit den nationalen Rechten angelegt.<sup>44</sup> Ziel des Gemeinschaftsrechtes ist es je nach Maßgabe, die nationalen Rechte punktuell zu ergänzen oder zu korrigieren und damit einen harmonisierten Binnenmarkt herzustellen. Für eine systematische Untersuchung des Sekundärrechts ist es somit notwendig, dass einzelne Richtlinien nicht nur als Bausteine einer Gesamtkodifikation behandelt werden, sondern in einer vertikalen Gesamtschau unter Einbeziehung des Primärrechts und den Auswirkungen auf das nationale Recht, deren inneres System erschlossen wird.<sup>45</sup>

Im Mittelpunkt wird die europäische Gesetzgebung zum Insiderrecht, der Ad-hoc-Publizität und zum Marktmissbrauch stehen, da diese Regelungen unter anderem den Anlegerschutz als zentralen Kern behandeln.<sup>46</sup>

Im Bereich des Insiderrechts und des Marktmissbrauches wurden die ursprüngliche Insiderrichtlinie 89/592/EWG<sup>47</sup> und die Regelungen zu Ad-hoc-Publizität der Börsenzulassungsrichtlinie 2001/34/EG<sup>48</sup> durch die Insider- und Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG<sup>49</sup> ersetzt. Hier ist der erste Ansatzpunkt für die Untersuchung. Die Erwä-

---

<sup>43</sup> *Canaris/Larenz*, Methodenlehre, S. 302 ff.

<sup>44</sup> *Müller-Graff*, Privatrecht, S. 17 ff.

<sup>45</sup> *Mülbart*, WM 2001, 2085, 2087, der durch diese Vergleiche die Eigenheiten der Systembildung im europäischen Recht herausarbeitet.

<sup>46</sup> Vgl. hierzu nur die Erwägungsgründe 12-15 der Richtlinie 2003/6/EG.

<sup>47</sup> Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 89/592/EWG vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte, ABl. L 334 vom 18.11.1989, S. 30-32.

<sup>48</sup> Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.05.2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichende Informationen, ABl. L 217 vom 11.08.2001, S. 18-84.

<sup>49</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003 über Insidergeschäfte und Marktmanipulation, ABl. Nr. L96, 13.

gungsgründe und die einzelnen Art. der alten und neuen Gemeinschaftsregelungen zum Insiderrecht, der Ad-hoc-Publizität und des Marktmissbrauchs werden in Bezug auf den Anlegerschutz analysiert und miteinander verglichen. Ein erstes Zwischenergebnis hinsichtlich der Effektivität schließt diese Untersuchung ab.

In einem zweiten Schritt wird bezüglich der bereits untersuchten Punkte eine Analyse des Anlegerschutzes auf nationaler Ebene vorgenommen. Da auch hier Fortentwicklungen stattgefunden haben, wird die bestehende Rechtslage untersucht und absehbare Veränderungen bedingt durch das Gemeinschaftsrecht herausgearbeitet und bewertet.

Abschließend werden die Entwicklungen, geprägt durch die Rechtsfolgenseiten der Richtlinien, einer Effektivitätsbetrachtung unterzogen. An dieser Stelle wird abschließend geprüft, ob das Kapitalmarktrecht der Gemeinschaft in den untersuchten Bereichen wirklich effektiv ist, ob es zu Effektivitätszuwächsen durch Neuregelungen gekommen ist und auf welcher Ebene der Anlegerschutz tatsächlich am effektivsten geregelt werden kann.

### **III Begriffe, Entwicklungen und Grundlagen des Kapitalmarktrechts**

#### **1 Die Bedeutung des Begriffs „effektiv“ im Kontext der Arbeit**

Untersucht man die „Effektivität des Kapitalmarktrechts“, so sind zunächst gewisse Begrifflichkeiten zu klären.

Semaphorisch beschreibt der Begriff „effektiv“ etwas Tatsächliches, Wirksames bzw. Greifbares,<sup>50</sup> das Substantiv „Effektivität“ steht für die Wirkungskraft bzw. die Zielerreichung<sup>51</sup> und bezeichnet somit die Handlungsweise, das Richtige zu tun. Effektiv ist demnach die Handlungsweise, die besonders wirksam zu dem gewünschten Ziel führt.

Im Bereich des Sekundärrechts umschreibt die Effektivität den Beitrag, den die Richtlinie zur Rechtsangleichung in der Gemeinschaft leisten kann.<sup>52</sup> Die Frage nach der Effektivität der Richtlinie zur Rechtsangleichung lässt sich jedoch ausdehnen auf die Frage, inwieweit die Rechtsangleichung überhaupt effektiv ist im Hinblick auf den

---

<sup>50</sup> Duden, S. 236.

<sup>51</sup> Duden, S. 236.

<sup>52</sup> Oehlert, Jus 1997, 317, 321.

angestrebten Zweck.<sup>53</sup> Die Harmonisierung ist nicht Selbstzweck, sondern dient der Erfüllung der auf die EG übertragenen Aufgaben. Das in Art. 5 EGV festgeschriebene Subsidiaritätsprinzip schreibt vor, dass durch Rechtsvorschriften nur soweit in die Gesetzgebung der Mitgliedstaaten eingegriffen werden darf, wie dies die Aufgabenstellung der Gemeinschaft unabdingbar erforderlich macht, weil dieselben Ziele auf der Ebene der Mitgliedstaaten nicht vergleichbar erreicht werden können. Nicht die weitestgehende Angleichung oder gar Vereinheitlichung der Rechtssysteme ist das Ziel, sondern Angleichung und Vereinheitlichung nur in dem Rahmen und soweit, wie dies unbedingt für das Funktionieren des gemeinsamen Marktes erforderlich ist.<sup>54</sup>

Ziel des Kapitalmarktrechts ist es unter anderem, einen umfassenden aber ausgewogenen Funktionsschutz des Kapitalmarktes und Individualschutz der Anleger zu erreichen.<sup>55</sup> Dies wird über die inhaltlichen Vorgaben in den Richtlinien angestrebt.

Soweit die Effektivität, und somit auch die Handlungsalternative feststeht, geht es in einem zweiten Schritt um die Effizienz. Effizienz bedeutet Aufwandsoptimierung, die Zielerreichung mit dem geringstmöglichen Aufwand. Im Bereich des materiellen europäischen Kapitalmarktrechts ist Markteffizienz ein selbstständiges Regelungsziel, was zu einem Regelungssystem für den regulierten Markt im europäischen Sinne durch den Gemeinschaftsgesetzgeber führt.<sup>56</sup> Informationseffizienz durch Publizitätspflicht sowie die Prävention sind hierbei entscheidende Eckpfeiler.<sup>57</sup>

## **2 Begriffliche Einordnung von Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht**

Die Begriffe Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht sind noch nicht abschließend definiert.<sup>58</sup> Eine Einordnung scheint mit der Umschreibung von *Lenenbach* jedoch gelungen.<sup>59</sup>

---

<sup>53</sup> Oehlert, Jus 1997, 317, 322.

<sup>54</sup> Oehlert, Jus 1997, 317, 322.

<sup>55</sup> Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S.1139; zu den Einzelheiten sogleich A III 5.

<sup>56</sup> Mülbart, WM 2001, 2085, 2094.

<sup>57</sup> Vgl. hierzu Mülbart, WM 2001, 2085, 2094, der für das europäische Kapitalmarktrecht vier weitere Regelungsprinzipien herausarbeitet: Wechselseitige Durchdringung der mitgliedschaftlichen Märkte, Ausbildung fünf konzentrischer Marktkreise, abgestufte Aufklärungs- und Beratungspflichten sowie institutionelle Anforderungen an die Wertpapierdienstleister.

<sup>58</sup> Vgl. Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1136 und S. 1138.

<sup>59</sup> Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S. 21.

## a) Der Kapitalmarkt

Ein Markt ist heute als eine organisierte Handelsmöglichkeit zu definieren, bei der Angebot und Nachfrage in Verbindung gebracht werden, um einen Handel zu ermöglichen.<sup>60</sup> Kapital bedeutet ein Geld- oder Gütervermögen, das zu gewinnbringender Verwendung geeignet ist, so dass sowohl Geld wie Sachen, Sachgesamtheiten als auch Unternehmen erfasst werden. Wirtschaftswissenschaftlich wird Kapital nur als Finanzkapital verstanden, also als Geld oder geldwerte Titel, die gewinnbringend einsetzbar sind.<sup>61</sup>

Versucht man beide Begriffe vereint zu definieren, stößt man schnell an Probleme, die aus den unterschiedlichen Zielsetzungen der Einzelbegriffe herrühren. Daher verwundert es nicht, dass unter wirtschaftswissenschaftlichen Ansätzen vier verschiedene Definitionen vorherrschen, die in funktionaler und zeitlicher Ausrichtung unterscheiden.<sup>62</sup> Zumindest lässt sich übereinstimmend festhalten, dass Kapitalmärkte stets Finanzmärkte<sup>63</sup> und keine Gütermärkte sind und der Kapitalmarkt dazu dient, Geldvermögen in Sachvermögen zu transformieren.<sup>64</sup> Abzugrenzen ist der Kapitalmarkt weiterhin vom Geldmarkt und vom Devisenmarkt.<sup>65</sup> Der Geldmarkt hat im Gegensatz zum Kapitalmarkt nicht die Zielsetzung, Kapital in Sachinvestitionen zu transformieren, sondern soll dem Liquiditätsausgleich dienen.<sup>66</sup> Als Grenzziehungskriterium zwischen beiden Märkten wird meist die Anlagedauer herangezogen.<sup>67</sup> Vom Geldmarkt strikt zu trennen ist der Devisenmarkt, denn bei Devisen handelt es sich um ein auf ausländische Währung bei einer ausländischen Bank lautendes Fremdwährungsguthaben einer Bank oder einer Nicht-Bank, sowie auf fremde Währung lautende Schecks oder Wechsel.<sup>68</sup>

Die am Kapitalmarkt gehandelte Ware besteht unter anderem aus verzinslichen Wertpapieren, Aktien und Mischformen beider Anlagearten sowie Wertrechten.<sup>69</sup>

---

<sup>60</sup> Häuser/Rodenstock, S. 12.

<sup>61</sup> Häuser/Rodenstock, S. 12.

<sup>62</sup> Vgl. Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S. 12, der verschiedenen Ansätze mit den unterschiedlichen Zielsetzungen näher beleuchtet.

<sup>63</sup> Neben den Kapitalmärkten gehören zu den Finanzmärkten weiterhin die Terminmärkte, die Geldmärkte und die Devisenmärkte. Allerdings sind die Grenzen untereinander wiederum fließend, wie das Beispiel bei Hasewinkel, Geldmarkt, S. 78 zeigt.

<sup>64</sup> Häuser/Rodenstock, S. 15, 74.

<sup>65</sup> Genaue Erläuterungen und Abgrenzungen finden sich bei Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S. 12 ff.

<sup>66</sup> Zur näheren Erläuterung des Begriffs vgl. Spindler/Becker/Starke, Bundesbank, S. 258.

<sup>67</sup> Vgl. Gräfer/Beike/Scheld, Finanzierung S. 35.

<sup>68</sup> Lipfert, Devisenhandel, S. 17.

<sup>69</sup> Als Beispiel werden hier nur die wichtigsten, an der Börse gehandelten Produkte genannt.



Hierüber lässt sich ein zweiter Definitionsansatz versuchen, nämlich den Begriff des Kapitalmarktes als Rechtsbegriff einzuordnen. Der Begriff des Kapitalmarktes taucht – zumindest in deutschen Gesetzen – nirgendwo auf. Somit wird versucht eine Definition anhand der Gesetze zu erlangen, die sich mit dem Kapitalmarkt als solchem befassen. Hier ist das WpHG<sup>70</sup> der erste und wohl ergiebigste Ansatzpunkt. Das WpHG gilt als „Keimzelle“ oder auch als „Nukleus“ des deutschen Kapitalmarktrechts und gibt dem Kapitalmarktrecht eine moderne Ausrichtung, indem es seine Normen unmittelbar am Markt selbst und am Vertrieb der Kapitalmarkttitel ausrichtet.<sup>71</sup> Somit ist das WpHG geeignet mit seinem Kapitalmarkt看begriff das Kapitalmarktrecht dogmatisch zu durchdringen.

*Kümpel*<sup>72</sup> möchte den Kapitalmarkt auf den Handel in Aktien und Schuldverschreibungen beschränken, soweit diese fungibel sind und somit den Wertpapiermarkt als Umschreibung des klassischen Kapitalmarktes mit Wertpapieren als Orientierung heranziehen. Dies ergibt sich aus der Überwachungstätigkeit der BaFin, die für die Beaufsichtigung des Kapitalmarktes geschaffen wurde und deren Beaufsichtigung nach § 4 Abs. 1 S. 2 WpHG auf den Wertpapiermarkt ausgerichtet ist.<sup>73</sup> Diese Auffassung erscheint unter dem Konzept des WpHG als zu eng. Zieht *Kümpel* den Inhalt von § 2 Abs. 1 WpHG alleine heran, werden hierbei der Anwendungsbereich von § 1 WpHG sowie die weiteren Absätze von § 2 WpHG außer Acht gelassen. Daher sieht *Lenenbach* im WpHG auch einen weiten Kapitalmarkt看begriff verankert.<sup>74</sup> Der Anwendungsbereich von § 1 WpHG beschreibt neben dem börslichen und außerbörslichen Handel mit Wertpapieren, denjenigen mit Geldmarktinstrumenten und Derivaten, sowie mit Wertpapierdienstleistungen und –nebedienstleistungen. Darüber hinaus enthält § 2 WpHG auch eine Beschreibung von Wertpapierdienst und -nebedienstleistungen, Derivaten und Geldmarktinstrumenten. Wenn also das WpHG Regelungen für Geldmarktinstrumente, Derivate und Wertpapiere enthält, ist es aber unverständlich, wenn dem WpHG nur ein auf den Wertpapierhandel beschränkter Kapitalmarkt看begriff zu Grunde liegen sollte. Daher ist unter Kapitalmarkt als der börsliche und außerbörsliche Handel in Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten-

---

<sup>70</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel, zuletzt geändert durch Art. 4 des Gesetzes vom 23. Juli 2002 BGBl. I S. 2778.

<sup>71</sup> *Hopt*, ZHR 159 (1995), 135; *Assmann/Schneider*, in: *Assmann/Schneider WpHG*, Vorwort der 1. Auflage, 1995.

<sup>72</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1140.

<sup>73</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1140.

<sup>74</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 21.

ten und Derivaten zu verstehen.<sup>75</sup> Diese weite Definition wird der Arbeit zu Grunde gelegt. Sie entspricht auch der Definition, die das KWG<sup>76</sup> für den von ihm erfassten Kapitalmarkt in § 1 Abs. 1a, Abs. 11 aufstellt.

Weiterhin fällt unter den Kapitalmarkt im weiteren Sinne auch der sog. Graue Markt<sup>77</sup> auf, dem vor allem Anteile an geschlossenen Immobilienfonds, ausländischen Warentermingeschäften, Bauherrenmodellen und Beteiligungen an Abschreibungsgesellschaften angeboten werden. Es handelt sich hierbei also um öffentlichen Vertrieb von Kapitalmarktprodukten, die nicht unter das KWG oder WpHG fallen.

Der Kapitalmarkt lässt sich weitergehend danach aufteilen, wie stark der Organisationsgrad und die Regelungsdichte ausgeprägt sind und darüber hinaus danach, ob ein Wertpapier emittiert wird oder es sich bereits im Umlauf befindet. Für die Untersuchung ist besonders die zweite Systematisierung von Interesse, da hier von einer Unterscheidung zwischen dem Primär- und einem Sekundärmarkt gesprochen werden kann. Die Aufteilung in Primär- und Sekundärmarkt hat nicht nur eine beschreibende Funktion. Sie ist insbesondere von rechtlicher Bedeutung, da sich hier spezielle Regelungsprobleme stellen. Während im Primärmarkt die Information über den neuen Kapitalmarkttitel und den Emittenten zentral ist, geht es im Sekundärmarkt insbesondere um die Durchführung und Abwicklung der Wertpapiergeschäfte.<sup>78</sup>

Auf dem Primärmarkt wird ein neu emittierter Kapitalmarkttitel erstmals platziert. Hier treffen Erstkäufer und Erstanbieter aufeinander.<sup>79</sup> Weiterhin lässt sich nach der Art des Platzierungsvorgangs in Selbst- und Fremdemission unterscheiden. Im Gegensatz zur seltenen Selbstemission, werden die Wertpapiere bei der Fremdemission mithilfe einer Bank oder eines Bankenkonsortiums bei den Anlegern untergebracht. Die Banken übernehmen hier sämtliche Wertpapiere und zahlen den Kaufpreis an den Emittenten, um die Wertpapiere im Anschluss an die Anleger weiterzuveräußern. Hier wird der wertpapierrechtlich erforderliche Begebungsvertrag zwischen Emittent und konsortialführender Bank abgeschlossen.<sup>80</sup> Dabei handelt es sich somit um eine Erstplatzierung ohne den Handel über die Börse, weshalb der Primärmarkt ein außerbörslicher Markt ist.

---

<sup>75</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 21.

<sup>76</sup> Gesetz über das Kreditwesen in der Neufassung der Bekanntmachung vom 09.09.1998, BGBl. I S.2776.

<sup>77</sup> So die herrschende Ansicht; vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, § 1 Rn. 11.

<sup>78</sup> *Hopt*, ZHR 141 (1977), 389,425.

<sup>79</sup> *Bosch*, in: *BuB*, Teil 10 Rn. 1.

<sup>80</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1158.

Nach der Erstplatzierung befinden sich die Kapitalmarktpapiere im Umlauf, das heißt, sie werden nunmehr am Sekundärmarkt gehandelt. Der Sekundärmarkt erfasst somit jedes Geschäft nach der Erstplatzierung beginnend mit der Veräußerung desjenigen Anlegers, der die Papiere im Rahmen der Erstplatzierung erworben hat, an den Zweiterwerber.<sup>81</sup> Ein gut funktionierender Sekundärmarkt ist für einen Kapitalmarkt besonders wichtig, da hier die notwendige Liquidität durch die Anleger realisiert werden kann, die bei dem Erwerb einer Anlage für den Anleger wichtig ist.<sup>82</sup>

Die Sekundärmärkte unterscheiden sich insbesondere nach ihrem Organisationsgrad und dem Umfang der für sie geltenden Regeln.<sup>83</sup> Hoch organisierte Märkte sind geprägt von kostengünstigen, jederzeit handelbaren und sicheren Transaktionen, wobei hierüber umfassende Information gewährleistet werden muss.<sup>84</sup> Allerdings besteht hier die Gefahr, dass der Markt durch Überregulierung ineffizient wird, da Transaktionskosten zu hoch werden und die Transaktionsgeschwindigkeit vermindert wird.

## **b) Das Kapitalmarktrecht**

Die Definition des Begriffs Kapitalmarktrecht ist ebenso schwierig, wie die Definition des Kapitalmarktes selbst. Als zwei mögliche Ansatzpunkte kommen eine begriffliche und eine funktionsorientierte Einordnung in Betracht. Knüpft man an die gewonnene Begriffsbestimmung des Kapitalmarktes an, so lässt sich das Kapitalmarktrecht als Summe der Regeln definieren, die unmittelbar oder mittelbar den Kapitalmarkt im Sinne des WpHG und den Grauen Kapitalmarkt regeln.<sup>85</sup> Diese begriffliche Bestimmung birgt aber Probleme, da auch Normen außerhalb des „engen“ Kapitalmarktrechts, wie z.B. das Aktienrecht, Einfluss auf das Kapitalmarktrecht haben.<sup>86</sup> Daher bietet sich eine Definition des Kapitalmarktrechts aus seiner Fähigkeit heraus an, spezifische Regelungsaufgaben zu bewältigen.<sup>87</sup> Hergebrachte Rechtsbegriffe müssen hierfür jedoch kapitalmarktrechtlich ausgelegt werden, so z.B. Begriffe aus dem

---

<sup>81</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 6.

<sup>82</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 6.

<sup>83</sup> Vgl. zu den einzelnen Märkten und ihren Organisationsgraden *Kümpel*, Bank und Kapitalmarktrecht, S. 1159 ff., der die Sekundärmärkte detailliert beschreibt und darstellt.

<sup>84</sup> *Franke/Hax*, S. 58 ff.

<sup>85</sup> So *Kümpel*, Bank und Kapitalmarktrecht, S. 1136.

<sup>86</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, §1 Rn. 1, 22.

<sup>87</sup> Vgl. hierzu auch *Assmann*, Harmonisierung, 61, 65, der unter dem sog. analytischen Kapitalmarktrechtsbegriff lediglich kapitalmarktrechtliche Vorgänge qualifizieren will, während er auf einer weiteren Stufe einen rein normativen Begriff verwendet, der die Bewertung einer rechtlichen Maßnahme oder Rechtslage ermöglichen soll.

Zivil- und Gesellschaftsrecht.<sup>88</sup> Dieser Ansatz spiegelt die Spezifika des Kapitalmarktrechts wieder, nämlich die Funktionsbezogenheit und den rechtsformübergreifenden Regelungsansatz, im Gegensatz zum Gesellschaftsrecht, welches rechtsformbezogen ist.<sup>89</sup> Hiernach ist das Kapitalmarktrecht als Summe der Regeln zu verstehen, die der Bewältigung der Probleme und der Beantwortung der Fragen aus dem Kapitalmarkt dienen, also diejenigen die der Schaffung eines funktionsfähigen Kapitalmarktes dienen.<sup>90</sup>

Kombiniert man nunmehr die oben aufgeworfenen Gedanken, umschreibt der Begriff „effektives Kapitalmarktrecht“ die Wirkungskraft der Richtlinien hinsichtlich der Angleichung und Vereinheitlichung des Rechts in den Mitgliedstaaten, soweit dies im Bereich des gemeinsamen Kapitalmarktes notwendig ist, um den größtmöglichen Funktions- und Anlegerschutz zu erreichen. Hierbei lässt sich die Effektivität weitergehend in drei Themengebiete unterteilen: Zum einen in die Effektivität des zu regelnden Umfangs durch die Richtlinie selbst, zum anderen hinsichtlich des Inhalts der Richtlinie im Kapitalmarktrecht und ob durch die Vorgabe in der Richtlinie eine Transponierung in das nationale Recht problemlos erfolgen kann.

Es stellt sich somit die Frage, ob die, den Richtlinien innewohnenden Rechtsfolgen effektiv sind, ob also das kapitalmarktrechtliche Gemeinschaftsrecht in der Lage ist, die Harmonisierung der nationalen Rechte so einzuleiten, dass ein effektiver Kapitalmarkt entsteht und fortentwickelt werden kann. Kernpunkt ist danach, was die Richtlinie an Regelungen enthält und wie diese Vorgabe formuliert wurde, ob sie also den Mitgliedstaaten mit einer engen Vorgabe wenig Spielraum belässt oder mit einer weiten Vorgabe die Möglichkeit gibt, individuell die Regeln zu gestalten.

Bei der Beantwortung dieses Problems steht insbesondere die teleologische Auslegung im Vordergrund, mit dem Ziel der vollen Sinnentfaltung der entsprechenden Vorschrift. Es geht also um die Erzielung der nützlichen Wirksamkeit – des sog. *effet utile* – dergestalt, dass die allfällig denkbaren Gemeinschaftsbefugnisse wirklich voll ausgeschöpft werden sollen.<sup>91</sup> Man kann den Gedanken des *effet utile* hiernach als

---

<sup>88</sup> Kübler, Gesellschaftsrecht S. 391.

<sup>89</sup> Schwark, FS Stimpel, S. 1087.

<sup>90</sup> So die Definition beim *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 23, der unter dieser Aufzählung auf die Verbesserung der allokativen, operationalen und institutionellen Funktionsfähigkeit abstellt. Zu den Begriffen sogleich unter A III 5 bei den Zielen und Aufgaben des Kapitalmarktrechts.

<sup>91</sup> *Oppermann*, Europarecht Rn. 528; EuGHE 1979, 1629, Rs. 148/78.

eine instrumentale Auslegungsmaxime bezeichnen,<sup>92</sup> die auf eine effektive Durchsetzung des Gemeinschaftsrechts in der Verfassungswirklichkeit gerichtet ist.<sup>93</sup> Der Gerichtshof hat diesen Grundsatz herangezogen, um die innerstaatliche Wirkung an sich nicht direkt anwendbarer Normen, insbesondere die der Richtlinien<sup>94</sup>, sowie den allen nationalen Rechtsquellen einschließlich der Verfassung vorangehenden Vorrang des Gemeinschaftsrechts zu begründen.<sup>95</sup>

### **3 Entwicklung und Instrumente des Europäischen Kapitalmarktrechts**

Ausgangspunkt und Grundlage des europäischen Kapitalmarktrechts sind die Freiheiten des EGV, insbesondere die Kapitalverkehrsfreiheit, Art. 56 ff EGV, und die Niederlassungsfreiheit, Art. 43 ff EGV.<sup>96</sup>

Anstatt einen auf einheitlichem Recht basierenden Kapitalmarkt zu erschaffen oder darauf zu hoffen, dass im Zuge der Konkurrenz mit anderen Märkten ein integrierter Kapitalmarkt entsteht, hat sich die Gemeinschaft entschlossen, zwei unterschiedliche Instrumente zur Erschaffung eines Kapitalmarktes einzusetzen:

Zum einen wurde auf primärrechtlicher Basis die Kapitalverkehrsliberalisierung durchgesetzt. Man kann heute davon ausgehen, dass dieses Ziel als verwirklicht anzusehen ist.<sup>97</sup>

Zum anderen sollte ein einheitlicher Binnenkapitalmarkt geschaffen werden: Der europäische Kapitalmarkt ist zentraler Bestandteil des Gemeinsamen Marktes bzw. des Binnenmarktes und dementsprechend ist der Binnenkapitalmarkt Regelungsziel des europäischen Kapitalmarktrechts.<sup>98</sup> Dieses Regelungsziel und diese Regelungsaufgabe des europäischen Kapitalmarktrechts folgen aus den Art. 2 und 3 EGV. Jede auf nationaler oder supranationaler Ebene integrierte Volkswirtschaft, die die Aufbringung und Verteilung knapper Ressourcen Marktmechanismen überantwortet,

---

<sup>92</sup> *Oppermann*, Europarecht Rn. 529.

<sup>93</sup> *Bleckmann*, S. 208.

<sup>94</sup> Der EuGH hat die über Art. 249 EGV hinausführende unmittelbare Wirkung gewisser Richtlinien damit begründet, dass sie ohne Not ihres *effet utile* beraubt würden, wenn aus sich heraus in ihren Verpflichtungen klare Bestimmungen unbedingt noch vom nationalen Gesetzgeber in sein Recht umgesetzt werden müssten, vgl. EuGHE 1979, 1629, Rs. 148/78.

<sup>95</sup> *Bleckmann*, S. 208, mit Hinweis auf die Frankovich-Rechtsprechung, EuGH, 19.11.1991, *Franco-vich*, C-6/90 und C-9/90, Slg. 1991, I-5357.

<sup>96</sup> *Hopt*, in Grundmann, Systembildung, S. 316, der hier auf die Sichtweise abstellt, so. z.B., ob vom Gesellschaftsrecht aus das Rechtsgebiet betrachtet wird. Daneben wird auch auf die Dienstleistungsfreiheit abgestellt, abhängig davon, ob auch Finanzintermediäre, die sich am Kapitalmarkt betätigen, für diesen konstituierend sind.

<sup>97</sup> *Assmann*, Harmonisierung, 61, 80.

<sup>98</sup> *Mülbert*, WM 2001, 2085, 2088.

bedient sich hierzu der Etablierung von Faktor-, Güter- und Finanzmärkten. Somit war die Idee eines europäischen Kapitalmarktes der Sache nach bereits im Auftrag zur Schaffung eines gemeinsamen Marktes enthalten.<sup>99</sup> Wie jede Volkswirtschaft bedarf auch er der optimalen Kapitalaufbringung und Kapitalallokation.<sup>100</sup> Dadurch verfügt er über mehr Liquidität, verursacht niedrigere Transaktionskosten und stellt eine gleichwertige Alternative zu dem US-amerikanischen Markt dar, was hingegen die Einzelmärkte nicht leisten könnten.<sup>101</sup>

Unter dieser Zielsetzung schwankte das Kapitalmarktrecht vom Prinzip der Annäherung durch fortschreibende Reformen der zu erhaltenden Börsenrechte und somit Vollharmonisierung in den 60er und 70er Jahren, über die Idee eines übernationalen Marktes mit vereinheitlichtem Rechtssystem in den 80er Jahren, bis zu dem nunmehr geltenden Konzept der Mindestharmonisierung und der wechselseitigen Annäherungen der nationalen Regelungen.<sup>102</sup> Allen Harmonisierungsansätzen diene vorwiegend die Richtlinie als Harmonisierungsinstrument.<sup>103</sup> Ziel war es also nicht, völlig gleiche Kapitalmarktrechte zu erschaffen, sondern die Rechtsbereiche einheitlich zu regeln, die für die Marktdurchdringung und Markterweiterung als wichtig erscheinen. Es sollten hiernach gleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen den einzelnen Kapitalmärkten hergestellt werden, gleichzeitig sollten nationale Regelungen beseitigt werden, die den freien Kapitalverkehr zwischen den Mitgliedstaaten beeinträchtigen könnten.<sup>104</sup>

Zunächst war der Versuch, einen einheitlichen europäischen Kapitalmarkt aufzubauen, mit dem Problem konfrontiert, dass in den einzelnen Mitgliedstaaten unterschiedliche Regelungsmodelle vorherrschten. So war Deutschland noch ganz dem ursprünglichen aktien- und börsenrechtlichen Regelungsmodell verhaftet, während z.B. Belgien und später auch Frankreich über ein, von gesellschaftsrechtlichen Bindungen gelöstes, vertriebs- und handelsbezogenes Kapitalmarktrecht verfügten.<sup>105</sup> Diese Systemdivergenzen und Detailunterschiede kapitalmarktrelevanten Rechts erörterte

---

<sup>99</sup> Assmann, Kapitalmarkt, S. 4.

<sup>100</sup> Claussen, Bank- und Börsenrecht, 359.

<sup>101</sup> Claussen, Bank- und Börsenrecht, 359.

<sup>102</sup> Schwark, BörsenG, Einl. Rn. 50 ff.

<sup>103</sup> Vgl. hierzu Deckert/von Rüden, EWS 1998, 46, 47.

<sup>104</sup> Deckert/von Rüden, EWS 1998, 46, 49.

<sup>105</sup> Vgl. zu den einzelnen rechtlichen Regelungen in den Ländern: Hopt, ZHR 140 (1976), 201, 215.

dann auch der sog. Segré-Bericht über den Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes.<sup>106</sup>

Als Folge des Berichtes versuchte die EG daraufhin, Marktintegration durch Markterweiterung im Wege der Beseitigung von Kapitalverkehrsbeschränkungen und Harmonisierung des divergierenden mitgliedstaatlichen Rechts herbeizuführen.<sup>107</sup> Im Bereich der Rechtsangleichung wechselte man dann von der Idee der Vollrechtsangleichung zu der der Mindestharmonisierung bei wechselseitiger Anerkennung nationaler Regelungsbesonderheiten.<sup>108</sup>

Dies wurde teilweise als sog. „light-Version“ der Harmonisierung bezeichnet, da hierdurch die EG allenfalls nur einen Teil der Mängel in der Rechtsangleichungspolitik beseitigen würde.<sup>109</sup> Kritische Stimmen in der Literatur bemängeln vor allem, der integrative Wert der Rechtsangleichung sei im Allgemeinen bedenklich, im Besonderen bestünden Ungereimtheiten im Hinblick auf die Auswahl der Harmonisierungsfelder und die Harmonisierungsmaßstäbe.<sup>110</sup> Hiernach fehle es bei den Harmonisierungsmaßnahmen an einem spezifisch kapitalmarktrechtlichen Regelungswillen und –konzept; vor allem könne die Harmonisierung divergierender mitgliedstaatlicher Rechtsvorschriften als solche das gebotene Ordnungskonzept nicht darstellen. Es biete aus sich heraus keine Gewähr dafür, dass die zu harmonisierenden Gebiete zutreffend und vollständig ausgewählt und in einer Weise angeglichen würden, welche das Entstehen eines funktions- und international wettbewerbsfähigen europäischen Kapitalmarktes zu gewährleisten vermöge.<sup>111</sup>

Mit dem sog. „Abschlussbericht der Weisen“ (Lamfalussy-Bericht) vom 15.01.2001 und der Mitteilung der Kommission zu Finanzdienstleistungen aus dem Jahre 1999 mit dem Titel „Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan“<sup>112</sup> wurde ein Reformpaket vorgeschlagen, welches mit konkreten Vorschlägen und Empfehlungen dazu beitragen soll, dass das Kapitalmarktrecht in Rechtsetzung schneller und effizienter wird, die Marktintegration gestärkt und die Wettbewerbsfähigkeit verbessert

---

<sup>106</sup> Kommission der EWG: Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes. Bericht einer von der EWG Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe, 1966.

<sup>107</sup> Assmann, Harmonisierung, 61,76.

<sup>108</sup> Vgl. in diesem Zusammenhang Scherzberg, Jura 1992, 572 ff.

<sup>109</sup> Assmann, Harmonisierung, 61,76.

<sup>110</sup> Vgl. zu der Kritik im Detail: Assmann, Harmonisierung, 61,76 ff; Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S. 31 vertritt diese Auffassung ebenfalls, ohne den Lamfalussy-Bericht (Fn. 15) bzw. den Financial Services Action Plan (Fn. 16) überhaupt zu erwähnen, was durchaus als bedenklich erscheint.

<sup>111</sup> Assmann, Harmonisierung, 61,76.

<sup>112</sup> Vgl. Fn. 16.

wird.<sup>113</sup> Insofern wurde der Kritik aus der Literatur zugestimmt.<sup>114</sup> Mit dem „Aktionsrahmen für Finanzdienstleistungen“<sup>115</sup>, der 42 Einzelmaßnahmen um vier strategische Zielsetzungen gruppiert, versuchte man die Zielsetzungen zu formulieren

Ob somit der Vorwurf der Konzeptionslosigkeit in dieser Form aus dem Jahre 1993 noch aufrecht zu erhalten ist, erscheint fraglich.<sup>116</sup>

#### **4 Die Entwicklung in Deutschland**

Das deutsche Kapitalmarktrecht bestand bis in die 60er Jahre im Wesentlichen aus aktien- und börsenrechtlichen Regelungen. Seine Entwicklung zu einem modernen Kapitalmarktrecht, welches einem markt- und vertriebsorientierten Regelungsmodell folgt, hat es der europäischen Gemeinschaft zu verdanken. So sind z.B. die Rechnungslegungsvorschriften des HGB, die Publizitätsnormen des BörsenG und des WpHG sowie die Insiderregeln neben vielen anderen Regelungen auf europäische Richtlinien zurückzuführen.<sup>117</sup> So wird das durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz vom 30.07.1994 erlassene WpHG<sup>118</sup> als Keimzelle eines sich auch kodifikatorisch verselbstständigenden Kapitalmarktrechts angesehen.<sup>119</sup> Der Anlegerschutz mittels Informationszugriff wurde hierdurch als eines der Hauptziele verwirklicht, neben der Herstellung der Freiheit des Kapitalverkehrs und der Dienstleistungsfreiheit im gemeinschaftlichen Kapitalbinnenmarkt.

Im Jahr 2002 wurden einige bemerkenswerte Änderungen im Bereich des Kapitalmarktrechts vorgenommen.<sup>120</sup> Herausragend ist mit Sicherheit das 4. Finanzmarktförderungsgesetz<sup>121</sup>, durch das unter anderem das BörsenG, das WpHG, das KAGG sowie das VerkaufsprospektG weitreichende Änderungen erfahren. Daneben werden durch das Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht<sup>122</sup> das BAKred, das BAWe und das Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen zur Bundesan-

---

<sup>113</sup> Vgl. hierzu die Einzelheiten unter A IV 7.

<sup>114</sup> Mülbert, WM 2001, 2081, 2086.

<sup>115</sup> Vgl. hierzu Teil B des unter Fn. 100 dargestellten Aktionsplans.

<sup>116</sup> Vgl. hierzu die Analyse bei Mülbert, WM 2001, 2085 ff, der statt des Verfahrens zur Rechtsangleichung den Bestand des europäischen Kapitalmarktrechts untersucht und hieraus auf ein harmonisches Gesamtbild schließt, wenn auch Einzelheiten noch regelungs- und verbesserungsbedürftig sind.

<sup>117</sup> Eine ausführliche Gegenüberstellung von Richtlinien und nationalen Gesetzen findet sich unter: [http://www.jura.uni-augsburg.de/altepage/Fakultaet/Moellers/mat\\_frset\\_de\\_gesell.htm](http://www.jura.uni-augsburg.de/altepage/Fakultaet/Moellers/mat_frset_de_gesell.htm) und bei Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S. 30 ff.

<sup>118</sup> BGBl. I 1994, S. 1749 ff.

<sup>119</sup> Kumpel, Bank und Kapitalmarktrecht, S. 1138.

<sup>120</sup> Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S. 28 spricht sogar von einem Reformjahr.

<sup>121</sup> 4. FMFG vom 21.06.2002, BGBl. I 2002, 2010.

<sup>122</sup> Gesetz über integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht vom 22.04.2002, BGBl. I 2002, 1310.



stalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFin) zusammengefasst. Zum 01.01.2002 ist das Bundeswertpapierverwaltungs-gesetz<sup>123</sup> in Kraft getreten, mit dem u.a. die Bundesschuldenverwaltung geändert wurde. Schließlich trat am 01.01.2002 das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz in Kraft.<sup>124</sup> Hierdurch wurde in Deutschland eine gesetzliche Regelung für Unternehmensübernahmen und öffentliche Angebote zum Erwerb von Aktien börsennotierter Gesellschaften geschaffen.

## **5 Ziele und Aufgaben des Kapitalmarktrechts im Besonderen**

Das Kapitalmarktrecht ist von zwei übergeordneten Regelungszielen, nämlich dem Funktionsschutz und dem Anlegerschutz, gekennzeichnet.<sup>125</sup> Wie bereits eingangs erwähnt, muss der Anlegerschutz begrifflich streng in den Individualschutz und den Schutz der Anlegerschaft im Sinne des Anlegerpublikums getrennt werden.<sup>126</sup> Allerdings lassen sich überindividueller Anlegerschutz und Funktionsschutz in der Praxis häufig nicht trennscharf unterscheiden. Der überindividuelle Anlegerschutz ist genau genommen ein wesentlicher Aspekt des Funktionsschutzes.<sup>127</sup> Der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, der den überindividuellen Anlegerschutz mit umfasst, zielt auf die im öffentlichen Interesse liegende Leistungsfähigkeit der kapitalmarktbezogenen Einrichtungen und Ablaufmechanismen ab,<sup>128</sup> er ist also wirtschaftspolitisch motiviert.<sup>129</sup> Dies resultiert aus der Tatsache, dass der Schutz des Vertrauens des Anlegerpublikums von dem Funktionsschutz mit umfasst wird. Ohne ausreichenden Schutz des Anlegervertrauens ist die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte gefährdet, da dieses vorrangig dem Erhalt und der Steigerung des volkswirtschaftlich benötigten Investitionskapitals dient.<sup>130</sup> Bei einem Vertrauensverlust besteht die Gefahr, dass die notwendige Liquidität dem Markt entzogen wird, da sich die Anleger von diesem Markt abwenden.<sup>131</sup> Somit dienen vertrauensbildende Maßnahmen, wie sie durch Informations- und Verhaltenspflichten geschaffen werden, indirekt auch dem Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, der vorrangiges Schutzgut des Kapitalmarktrechts.<sup>132</sup> Aber auch Individualschutz und Funktions-

---

<sup>123</sup> BWpVerwG vom 11.12.2001, BGBl. I 2001, 3519.

<sup>124</sup> WpÜG vom 20.12.2001, BGBl. I 2001, 3822.

<sup>125</sup> Lutter, Europäisches Unternehmensrecht, S. 94.

<sup>126</sup> Kümpel, Bank und Kapitalmarktrecht, S. 1192.

<sup>127</sup> Kümpel, Bank und Kapitalmarktrecht, S. 1192.

<sup>128</sup> Kümpel, Bank und Kapitalmarktrecht, S. 1192.

<sup>129</sup> Mauser, Anlegerschutzlücken, S. 23.

<sup>130</sup> Kübler, Gesellschaftsrecht, S. 390.

<sup>131</sup> Caspari, ZGR 1994, 530, 533; Kümpel, Bank und Kapitalmarktrecht, S. 1192.

<sup>132</sup> Kübler, Gesellschaftsrecht, S. 390; Kümpel, Bank und Kapitalmarktrecht, S. 1192.

schutz sind eng miteinander verbunden, da ein gut funktionierender Kapitalmarkt das Vertrauen weckt und weitere Anleger zu Investitionen veranlasst<sup>133</sup>.

## **a) Der Funktionsschutz**

Der Funktionsschutz liegt ausschließlich im öffentlichen Interesse an effizienten Märkten.<sup>134</sup> Er dient der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft<sup>135</sup>, der Sicherung der privaten Altersversorgung<sup>136</sup> sowie der Sicherung der Finanzierungsbedürfnisse der öffentlichen Hand.<sup>137</sup> Dieses vielschichtige Interesse des Staates an der Funktionsfähigkeit seiner Kapitalmärkte erfordert entsprechende rechtliche Rahmenbedingungen, wodurch das Kapitalmarktrecht zu einem notwendigen Funktionselement des Ordnungsgefüges einer hoch entwickelten Gesellschaft wird.<sup>138</sup>

Der Funktionsschutz als Regelungsziel muss in seiner Wirkungsweise unter drei verschiedenen Aspekten beleuchtet werden, nämlich der allokativen, der operationalen und der institutionellen Funktionsfähigkeit.

### **(1) Die allokativen Funktionsfähigkeit**

Die allokativen Funktionsfähigkeit dient der Kapitalumschichtung.<sup>139</sup> Sie soll sicherstellen, dass das investierte Kapital dort hinfließt, wo es der Markt am dringendsten benötigt und es am besten eingesetzt werden kann, nämlich wo die höchste Rendite bei genügender Sicherheit erzielt wird.<sup>140</sup> Auch hier zeigt sich die Verknüpfung von Funktionsfähigkeit und überindividuellem Anlegerschutz, denn der Kapitalfluss wird nur bei entsprechendem Vertrauen stattfinden.<sup>141</sup> Rechtspolitisches Ziel muss somit ein seriöser und kontrollierbarer Kapitalmarkt sein, damit sich die Anleger mit ihrem Kapitalangebot nicht zurückhalten, sondern das entsprechende Kapital auch zur Verfügung stellen. Die Rechtsnormen über die Publizität haben daher entsprechenden Einfluss auf die richtige Allokation des Kapitals.<sup>142</sup>

---

<sup>133</sup> Mauser, Anlegerschutzlücken, S. 23.

<sup>134</sup> Vgl. hierzu die allgemeine Begründung zum 4. FMFG, S. 177 ff (Fn. 24).

<sup>135</sup> Kümpel, Bank und Kapitalmarktrecht, S. 1194.

<sup>136</sup> So bereits Kümpel, Bank und Kapitalmarktrecht, S. 1194, was durch die sog. „Riester-Rente“ mit dem Altersvermögensgesetz vom 26.06.2001, BGBl. I 2001, 1310 untermauert wurde.

<sup>137</sup> Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S. 18.

<sup>138</sup> Kübler, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 1995, 223, 227.

<sup>139</sup> Vgl. auch Möllers, ZGR 1997, 334, 350 zur Allokation durch ex-post Information der Gesellschaft.

<sup>140</sup> Assmann, in: Hopt/Wiedemann, Einleitung Rn. 358.

<sup>141</sup> Möllers, ZGR 1997, 334, 337.

<sup>142</sup> Assmann, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, §1 Rn. 24.

Transparenz spielt bei der Allokation aber nicht nur im Primärmarkt eine wichtige Rolle, sondern ist auch für den Sekundärmarkt entscheidend. Am Sekundärmarkt, insbesondere bei den Börsen, findet eine permanente Unternehmensbewertung über die Kurse statt. Damit wird aus Sicht der Unternehmen der Preis für die weitere Kapitalaufnahme festgelegt, wobei der Preis wiederum entscheidend von der Qualität der Informationsverarbeitung abhängt.<sup>143</sup>

Die allokativen Funktionsfähigkeit ist somit auch entscheidend vom Anlegerschutz abhängig. Denn nur, wenn das Anlegerpublikum genügend Vertrauen in die Fairness, Stabilität und Integrität der Märkte hat, wird es sein Kapital zur Verfügung stellen.<sup>144</sup> Dies wird aber nur erreicht werden, wenn das Kapitalmarktrecht für eine weitgehende Transparenz über Unternehmen und Anlagen sorgt, was neben der erforderlichen Publizität durch eine professionelle Aufbereitung und Weiterleitung der Informationen erreicht wird.<sup>145</sup>

Somit lässt sich an dieser Stelle bereits festhalten, dass die allokativen Funktionsfähigkeit, überindividueller Anlegerschutz und Publizität nicht nur miteinander verbunden, sondern auch voneinander abhängig sind.

## **(2) Die operationale Funktionsfähigkeit**

Die optimale operationale Funktionsfähigkeit spiegelt sich in einer Minimierung der Kosten wider, die bei Emittenten und Anlegern im Zuge von Kapitalmarkttransaktionen entstehen. Je geringer diese Kosten sind, umso höher ist die Rendite, was sich wiederum auf die Akzeptanz des Anlegerpublikums für den Markt niederschlägt. Hier ist ebenfalls eine Verschränkung von operationaler Funktionsfähigkeit, Schutz des Anlegerpublikums und Publizität festzustellen. Durch die Publizität wird eine Kostensenkung erreicht, da die gesetzlich verordneten Informationen die Kosten für eine private Informationsbeschaffung entfallen lassen.<sup>146</sup>

---

<sup>143</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 19.

<sup>144</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 19.

<sup>145</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, §1 Rn. 24; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 19.

<sup>146</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Kapitalanlagerecht, §1 Rn. 24; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 19.

### **(3) Die institutionelle Funktionsfähigkeit**

Institutionelle Funktionsfähigkeit ist der Überbegriff für die Grundvoraussetzungen eines wirksamen Marktmechanismus.<sup>147</sup> Emittenten und Anleger müssen so weit wie möglich ungehinderten Zugang zum Markt erlangen, der Markt muss über eine hohe Aufnahmefähigkeit und über standardisierte, also verkehrsfähige Anlagetitel verfügen.<sup>148</sup> Die Liquidität ist wiederum an den Kriterien von Tiefe (Zahl der Investoren und Volumen des angelegten sowie anlagesuchenden Kapitals) und Breite (Vielfalt des Marktangebotes) zu messen.<sup>149</sup>

#### **b) Der Anlegerschutz**

##### **(1) Der Anlegerschutz im Bereich der marktintegrierenden Rechtsangleichung**

Neben dem Funktionsschutz ist der Anlegerschutz wesentliche Grundlage des europäischen Kapitalmarktrechts.<sup>150</sup> Obwohl der Anlegerschutz im EG-Vertrag nicht eigens erwähnt wird, wird er als sachspezifische Ausprägung des ausdrücklich erwähnten Verbraucherschutzes angesehen.<sup>151</sup> Der Verbraucherschutz, der insbesondere in Art. 153 EGV verortet ist, steht aber unter der Einschränkung des Art. 153 Abs. 2 und Abs. 3 lit. a, b EGV. Den Erfordernissen des Verbraucherschutzes wird hiernach bei der Festlegung und Durchführung der anderen Gemeinschaftspolitiken und –maßnahmen Rechnung getragen. Weiterhin leistet die Gemeinschaft einen Beitrag zur Erreichung der Verbraucherschutzpolitik, indem sie Maßnahmen verfolgt, die sie im Rahmen von Art. 95 EGV zur Verwirklichung des Binnenmarktes erlässt. Schließlich darf der Verbraucherschutz nur durch Maßnahmen zur Unterstützung, Ergänzung und Überwachung der Politik der Mitgliedstaaten betrieben werden. Für den Verbraucherschutz und somit den Anlegerschutz bedeutet dies zum einen, dass beide keine selbstständigen, den anderen Gemeinschaftspolitiken gleichwertigen Gemeinschaftsaufgaben sind, sondern dass beide nur funktional zur Herstellung des integrierten Binnenmarktes dienen.<sup>152</sup> Für Rechtsakte zum Schutz der Verbraucher bzw. der Anleger ist nur insoweit Raum, als diese Maßnahme die Erreichung des

---

<sup>147</sup> Vg. hierzu auch Möllers, ZGR 1997, 343, 344.

<sup>148</sup> Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1359.

<sup>149</sup> Lenenbach, Kapitalmarktrecht, S. 20.

<sup>150</sup> Möllers, AG 1999, 433, 434.

<sup>151</sup> Mülberty, WM 2001, 2085, 2092; vgl. hierzu insbesondere die Diskussion bei Wagner, BKR 2003, 649 ff, ob Kapitalanleger als Verbraucher zu klassifizieren sind, wovon im Rahmen dieser Arbeit ausgegangen wird.

<sup>152</sup> Mülberty, WM 2001, 2085, 2092.

Binnenmarktzieles aktiv fördert.<sup>153</sup> Zum anderen darf der Anlegerschutz als Hauptziel nur zur Unterstützung, Ergänzung und Überwachung der Politik der Mitgliedstaaten betrieben werden, was ihm als selbständige Verbraucherpolitik keinen besonders großen Spielraum einräumt: Im Einzelfall kann aufgrund dieser Norm zwar eine Rechtsangleichungsmaßnahme zur Einführung eines höheren Schutzniveaus in den Mitgliedstaaten durchgeführt werden. Eine Neuausrichtung der gesamten Verbraucher- bzw. Anlegerschutzpolitik ist hingegen nicht möglich.<sup>154</sup> Somit gilt, dass Anlegerschutz Markt- und nicht Sozialpolitik ist.<sup>155</sup>

Das Gegenstück zu den Liberalisierungsrichtlinien als Rechtsangleichungsmaßnahmen mit dem Ziel einen funktionsfähigen integrierten Binnenmarkt zu schaffen, bilden die Richtlinien zur Verbesserung des Verbraucher- und Anlegerschutzes. Wie bereits erwähnt, ist es der Gemeinschaft jedoch verwehrt, über die Regelung von Art. 153 Abs. 3 lit. b EGV hinaus diese Belange zum Hauptziel der Richtlinie zu erheben, so dass die Wirkung dieser Richtlinien letztlich ebenfalls im Kontext der marktintegrierenden Funktion liegt.<sup>156</sup> Inwieweit sich dies auf die Effektivität niederschlägt, wird im rechtsvergleichenden Teil zu untersuchen sein. Zumindest ist hier bereits festzustellen, dass es bei diesen Richtlinien um die Beseitigung von Marktfunktionsstörungen geht, die aus dem Fehlen von Rechtsregeln resultieren und die gemeinschaftsrechtliche Einführung von gewissen Anlegerschutzstandards rechtfertigen.<sup>157</sup>

Die notwendige begriffliche Trennung zwischen individuellem und institutionellem Anlegerschutz wurde bereits hervorgehoben.<sup>158</sup> Jetzt gilt es, beide Seiten näher zu beleuchten und das Konzept des Anlegerschutzes herauszuarbeiten. Zunächst soll aber noch der Begriff des Anlegers geklärt werden, um sicher zu gehen, dass die nachfolgend zu untersuchenden Regeln auch tatsächlich dem Anlegerschutz dienen.

---

<sup>153</sup> *Berg*, in: Schwarze, Art. 153 EGV, Rn. 15.

<sup>154</sup> *Wichard*, in: Callies/Ruffert, Art. 153 EGV, Rn. 18.

<sup>155</sup> *Reich*, in: Grundmann, Systembildung, S. 481 ff.

<sup>156</sup> *Mülbert*, WM 2001, 2085, 2092.

<sup>157</sup> Vgl. hierzu als Beispiel die Erwägungsgründe auf S. 3 des geänderten Vorschlages der Börsenprospektrichtlinie KOM/2002/460, ABl. C 020 E vom 28.01.2001, S. 122 ff, die die aufgrund nationaler Traditionen unterschiedlich gestalteten Inhalte der Börsenprospekte harmonisieren will, um eine Defragmentierung der europäischen Finanzmarktes voranzutreiben.

<sup>158</sup> Vgl. hierzu auch *Deckert/von Rüden*, EWS 1998, 46, 48.

## (2) Der Anlegerbegriff

Genauso wenig wie der Begriff des Anlegerschutzes ist auch der Begriff des Anlegers im Primärrecht definiert. Häufig entscheidet die Sichtweise über eine Definition des Anlegerbegriffes, so z.B. aus der Perspektive eines Privatanlegers oder unter kapitalmarktrechtlichen Gesichtspunkten.<sup>159</sup> Stellt man den Anlegerschutz in den Mittelpunkt der Überlegung, so wird sich die Definition um das Individuum selbst aufbauen.<sup>160</sup> Aus dem hier vertretenen Kapitalmarkt看riff bietet sich folgende Definition an:

Anleger sind diejenigen, die im Wege öffentlichen Anbietens, der öffentlichen Werbung oder in ähnlicher Weise Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, oder Anteile an einem Vermögen, das ein Unternehmen im eigenen Namen, jedoch für fremde Rechnung verwaltet, erwerben, sowie Inhaber von Aktien, Wandel- und Optionsschuldverschreibungen, Gewinnschuldverschreibungen, Genussrechten und von Bezugsrechten auf solche Rechte und von Geschäftsanteilen an einer Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaft. Schließlich sind noch diejenigen als Anleger zu klassifizieren, die an der Börse handelbare Finanzinstrumente im Wege des öffentlichen Anbietens, der öffentlichen Werbung oder in ähnlicher Weise erwerben.<sup>161</sup>

Unter den Anlegerbegriff fallen hingegen nicht diejenigen Personen, die Vermögensanlagen (Bankeinlagen, Bausparverträge etc.), Grundbesitz, Waren oder Ähnliches durch individuell aushandelbare Verträge erwerben und somit dem Schutz unterfallen. Verkürzt kann der Anleger als Person bezeichnet werden, die sich in Finanzinstrumenten engagiert, welche sowohl öffentlich vertrieben werden und an der Börse gehandelt werden können, als auch diejenigen, die durch Treuhandschaften vermittelt an derartigen Geschäften teilnehmen.<sup>162</sup>

Vom Anlegerbegriff ist jedoch seine Schutzwürdigkeit zu unterscheiden. Als Gewichungsmerkmal für die Schutzwürdigkeit spielt vor allem die unternehmerische Tätigkeit der Anleger eine Rolle, die Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen können und das Risiko der Vermögenslage selbst einschätzen können. Diese werden sicher-

---

<sup>159</sup> Hier zeigt sich wieder, wie sich die Definition des Begriffs „Kapitalmarkt“ auswirken kann.

<sup>160</sup> Zu den einzelnen Definitionen in der Literatur, *Koch*, Grundlagen, S. 13.

<sup>161</sup> *Mauser*, Anlegerschutzlücken, S. 17, der den Anlegerbegriff aus dem gescheiterten Gesetzentwurf zum dem Vertrieb von Anteilen an Vermögensanlagen herleitet, vgl. hierzu BR-Drucksache 407/77 vom 02.09.1977.

<sup>162</sup> *Mauser*, Anlegerschutzlücken, S. 18.

lich als weniger schutzwürdig zu erachten sein, als der Kleinanleger, der sich ohne unternehmerischen Einfluss in dem Schutzbereich ausgeprägter Minderheitenschutzregelungen und dem Beistand der Rechtsprechung wiederfindet.<sup>163</sup> Der Grund hierfür liegt in der Marktstärke und dem Wissen institutioneller Anleger um Gefahren und Risiken sowie der Möglichkeit, angemessene Vertragsbedingungen auszuhandeln.<sup>164</sup>

Abschließend lässt sich aus dem Gesagten feststellen, dass es „den“ Anleger in einer heterogenen Struktur nicht gibt und somit der Anlegerschutz differenziert zu betrachten ist.<sup>165</sup>

### **(3) Institutioneller und individueller Anlegerschutz**

Institutioneller und individueller Anlegerschutz sind, trotz der begrifflichen Trennung, in der Praxis häufig miteinander verwoben und nicht klar auseinander zu halten.<sup>166</sup> Im Kern geht es um den Abbau asymmetrischer Informationsverteilung zwischen den Marktgegensätzen.<sup>167</sup> Asymmetrisch verteilte Informationen sind solche, die es deren Inhabern ermöglichen verborgene Handlungen vorzunehmen.<sup>168</sup>

Der institutionelle Anlegerschutz sichert das Vertrauen der Anlegerschaft als individueller Einheit der Kapitalgeber in die Integrität und Fairness des Marktes.<sup>169</sup> Geht das Vertrauen verloren, wenden sich die Anleger anderen Märkten zu, was sich wiederum negativ auf die allokativen Funktionsfähigkeit auswirkt.<sup>170</sup> Zu den institutionellen Anlegerschutznormen gehören die Regeln über die Rechnungslegungsvorschriften, die Ad-hoc-Mitteilungspflicht und das Insiderverbot.<sup>171</sup> Diese Vorschriften sollen es den Teilnehmern am Kapitalmarkt ermöglichen, dass sie über die Kapitalmarktprodukte und deren Emittenten umfassend und schnell informiert werden und sicherstellen dass, niemand aus Insiderinformationen Vorteile zieht, was wiederum auch dem einzelnen Anleger zu Gute kommt.

---

<sup>163</sup> Vgl. hierzu *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 79, der die institutionellen Anleger und Unternehmensanleger vom Anlegerschutz völlig ausschließt.

<sup>164</sup> *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 79.

<sup>165</sup> *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, 37, 38; vgl. hierzu auch die Konzeptionierung des Anlegerschutzes unter A III 5 b (4).

<sup>166</sup> *Hopt*, ZGR 1991, 17, 26.

<sup>167</sup> Zu den ex-ante Anlagelageentscheidungen des „homo oeconomicus“, *Möllers*, ZGR 1997, 334, 338.

<sup>168</sup> *Heinze*, Kapitalmarktrecht, Kapitalmarktrecht, S. 14; *Schneider*, Informations- und Entscheidungstheorie, S. 49.

<sup>169</sup> *Möllers*, ZGR 1997, 334, 338.

<sup>170</sup> *Möllers*, ZGR 1997, 334, 337.

<sup>171</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 383.

Bei dem individuellen Anlegerschutz stehen insbesondere Informationsansprüche und bei deren Verletzung Schadensersatzansprüche für den einzelnen Anleger im Vordergrund.<sup>172</sup> Der individuelle Anlegerschutz lässt sich wiederum in einen Anlegerschutz ex-ante und ex-post unterscheiden.<sup>173</sup> Ersterer soll die Voraussetzung schaffen, dass der Anleger seine Anlageentscheidung möglichst optimal treffen kann; im Zeitpunkt der Anlageentscheidung benötigt der Kapitalanleger alle Informationen, die ihm unter Berücksichtigung sämtlicher Risiken eine rationale Investitionsentscheidung ermöglichen.<sup>174</sup> Der Anlegerschutz ex-post soll es ermöglichen, dass das eingegangene Risiko der Entscheidungen korrigiert werden kann. Der ex-post Anlegerschutz besteht neben Normen, die Transparenz bezwecken, auch aus Verhaltensgeboten und Verboten.

Der institutionelle Schutz kommt dem einzelnen Anleger zwar nicht unmittelbar in Form von Ansprüchen zugute. Trotzdem partizipiert er davon, da die Marktbedingungen insgesamt die Anlegerinteressen stärker berücksichtigen.<sup>175</sup> Soweit eine kapitalmarktrechtliche Norm ausschließlich das Anlegerpublikum und damit die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes schützen soll, ist einer derartigen Norm keine individualschützende Wirkung beizumessen. Allerdings kann der einzelne Anleger auch hier in bestimmten Fällen vom institutionellen Schutz als einer Art Rechtsreflex profitieren.<sup>176</sup> Andererseits wirkt auch der Individualschutz auf den institutionellen Anlegerschutz zurück.<sup>177</sup>

#### **(4) Das Konzept des Anlegerschutzes**

Anlegerschutz wird heute als eigenständige Kategorie anerkannt.<sup>178</sup> Rechtstheoretisch ist er zwischen Regelungsziel und Rechtsprinzip anzusiedeln.<sup>179</sup>

---

<sup>172</sup> *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, 397, vertritt die Auffassung, dass der individuelle Anlegerschutz hauptsächlich den Sparer und Kleinanleger als Schutzobjekt sieht, da der Großanleger aufgrund seiner Sachkunde weniger schutzbedürftig ist.

<sup>173</sup> Vgl. hierzu *Möllers*, ZGR 1997, 334, 337 ff, der hier beide Seiten unter gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Gesichtspunkten untersucht. Weiterhin wirft er die Frage auf, inwieweit dem Anlegerschutz auch eine sozialschützende Bedeutung zukommt.

<sup>174</sup> *Assmann*, ZBB 1989, 49, 57.

<sup>175</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 383.

<sup>176</sup> Vgl. BT-Drucksache 12/7918, S. 100.

<sup>177</sup> *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, S. 51.

<sup>178</sup> *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, S. 37, 38, zu den Grundlagen und Grenzen des Anlegerschutzes.

<sup>179</sup> So grundsätzlich *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, sowie *Mauser*, Anlegerschutzlücken, der den Anlegerschutz als Rechtsprinzip jedoch in Frage stellt; *Weber*, Kapitalmarkt, S. 389, argumentiert, dass es „den Anlegerschutz“ kapitalmarktrechtlich nicht gibt. Der Schutz der Anleger sei zwar ein wesentliches Ergebnis des Kapitalmarktrechts, ein Leitgedanke und kapitalmarktrechtliches Prinzip hingegen sei nicht normiert.



Ausgangspunkt dieser Arbeit ist die Auffassung, dass das Kapitalmarktrecht sowohl auf die institutionelle Funktionsgewährleistung, als auch auf den (Individual- und Gesamt-) Anlegerschutz ausgerichtet ist.<sup>180</sup> Entgegen der hier vertretenen Ansicht wird teilweise davon ausgegangen, alleine die Kapitalmarkteffizienz, insbesondere die allokativen, sei Ziel der Regelungen. Ausschließlich institutionelles Recht dürfe nicht mit vornehmlich individual-schützendem vermischt werden.<sup>181</sup> Dem ist zu widersprechen, denn der Kapitalmarkt funktioniert nur, wenn die Anleger in ihrer Gesamtheit hinreichend geschützt sind, da sie sonst überhaupt nicht, nur zögerlich oder in die falschen Objekte finanzieren.<sup>182</sup> Gerade die Allokationseffizienz hängt ganz entscheidend von der Sicherheit des einzelnen Anlegers ab. Man hat über die Jahre hin erkannt, dass die Anleger so informiert und abgesichert werden müssen, dass zu keinem Zeitpunkt die Allokationseffizienz eingeschränkt wird,<sup>183</sup> wobei der Anlegerschutz bereits bei den marktlichen Effektenstransaktionen einsetzen muss.<sup>184</sup> Allerdings wäre ein abstrakter Anlegerschutz nicht ausreichend, wenn die Schutzmechanismen zu kurz greifen und den einzelnen Anleger nicht vor Schaden bewahren würden.<sup>185</sup> Bei allen unterschiedlichen Auffassungen zielen zumindest die kapitalmarktrechtlichen Informationsvorgaben sowohl auf den einzelnen aktuellen, als auch potentiellen Anleger ab. Die rechtlichen Vorgaben sollen es ihm ermöglichen, eine rationale Anlegerentscheidung zu treffen.<sup>186</sup> Ein zentrales Stichwort und eine Aufgabe des Anlegerschutzes ist somit die „Information“. Die Ausrichtung des Anlegerschutzkonzeptes gegenüber der institutionellen und individuellen Aufklärung hat zu dem Begriff des „Informationsmodells“ geführt.<sup>187</sup> Der Anleger muss die Chancen und Risiken kennen, die mit einer Anlage verbunden sind. Nur so kann er sich für oder gegen sie entscheiden. Meist wird es jedoch so sein, dass dem Anleger entsprechende Informationen fehlen und deren Beschaffung sowie die Analyse hohe Kosten hervor-

---

<sup>180</sup> Vgl. zu den unterschiedlichen Auffassungen m.w.N. *Hommelhoff*, ZGR 2000, 748, 771.

<sup>181</sup> Zu den Grundsätzen *Assmann*, ZBB 1989, 49 ff.

<sup>182</sup> *Weber*, Kapitalmarkt, S. 388, sieht in dem Schutz der Anleger und deren Interessen die Zusammenfassung mehrerer kapitalmarktrechtlicher Ziele. Demnach soll ausgedrückt werden, dass Anleger im Kapitalmarkt typischerweise gegenüber dem Emittenten oder bestimmten anderen Anlegern, wie z.B. Insidern, in einer schwächeren Position sind, was eines rechtlichen Ausgleichs bedarf.

<sup>183</sup> *Behrens*, Risikokapitalbeschaffung, S. 81.

<sup>184</sup> *Kübler*, AG 1994, S. 141, 144.

<sup>185</sup> *Hommelhoff*, ZGR 2000, 748, 772.

<sup>186</sup> *Hommelhoff*, ZGR 2000, 748, 772, der hinter der Ablehnung des Individualschutzes die Parole „Kein individueller Sozialschutz für Millionäre“ vermutet, dies aber ablehnt, da letztlich die Privatautonomie den Individualschutz legitimiere und somit für alle Arten von Individualanlegern gleichen Schutz fordert.

<sup>187</sup> *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, S. 384.

rufen.<sup>188</sup> Durch das Informationsdefizit werden die Nachteile des Anlegers beim Handel auf dem Kapitalmarkt durch Informationsungleichgewichte unter den Marktteilnehmern noch verstärkt,<sup>189</sup> da einige wenige Kapitalmarktspezialisten Kenntnis von entscheidenden Tatsachen haben und durch diesen Informationsvorsprung andere Marktteilnehmer übervorteilen können. Daher schaffen standardisierte, dem allgemeinen Anlegerpublikum geschuldete, vorvertragliche Informationspflichten die Möglichkeit, dass der gut informierte und aufgeklärte Kapitalanleger unter Verzicht auf weitere Informationen kostengünstig Effekten erwerben kann; daneben bieten sie ihm die Gelegenheit, persönliche Risikopräferenzen in Einklang zu bringen.<sup>190</sup> Man kann daher im Grundsatz davon ausgehen, dass der Anlegerschutz in erster Linie durch Publizität statt Verbot erreicht werden soll.<sup>191</sup> In seiner Ausrichtung folgt das kapitalmarktrechtliche Gemeinschaftsrecht dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht.<sup>192</sup> Dieses versucht, die Kapitalanleger durch die Statuierung von Publizitätsgeboten zu schützen, auch bekannt als die sog. disclosure philosophy.<sup>193</sup> In beiden Systemen herrscht weitergehend der Grundsatz, dass nicht nur Vorschriften existieren müssen, die einen individuellen Informationsanspruch begründen, sondern die unaufgeforderte und allgemeinzugängliche Publikation bestimmter Informationen vorschreiben und die tatsächliche Information des Anlegerpublikums gewährleisten.<sup>194</sup>

Dieses Konzept reicht aber nicht alleine aus, um dem Anlegerschutz gerecht zu werden. Um Vertrauen zu schaffen, muss ein Mindestschutz für die Interessen der Anleger durch Regelungen gewährleistet sein, die in den verschiedenen Stadien, vom Vertrieb über vorbereitende Kaufhandlungen, die Abwicklung bis hin zum Verkauf und vielleicht sogar noch danach, wirksam sind.<sup>195</sup> Es müssen also flankierende Maßnahmen geschaffen werden, die dem Informationsmodell zu dessen Durchsetzung verhelfen. *Mülbert* sieht unter dem Blickwinkel einer typisierenden Betrachtung

---

<sup>188</sup> Assmann, in: Hopt/Wiedemann, Einleitung Rn. 367.

<sup>189</sup> Koch/Schmidt, BFuP 1981, 231, 232; 1997, 334, 338.

<sup>190</sup> Behrens, Risikokapitalbeschaffung, S. 81; Steinhübel, Computerbörse, S. 94.

<sup>191</sup> Deckert/von Rüden, EWS 1998, 46, 49, wobei hier nicht auf die Ausgestaltung des Insiderrechts eingegangen wird und das Konzept des Anlegerschutzes nur unter dem Aspekt der Publizität erörtert wird. Erst auf S. 51 wird zwischen den unterschiedlichen Regelungen in der Insider-RiLi (RiLi 89/592/EWG, ABl. L 334/30 vom 13.11.1989) und der Börsenzulassungs-RiLi (RiLi 79/279/EWG, ABl. L 66/21 vom 05.03.1979) eingegangen.

<sup>192</sup> Vgl. hierzu Hopt, ZHR 141, (1977), 389, 414 ff.

<sup>193</sup> Grundmann, RabelsZ, 285, 289.

<sup>194</sup> Grundmann, RabelsZ, 285, 289.

<sup>195</sup> Mauser, Anlegerschutzlücken, S. 22.

tungsweise den zentralen Grund für die Passivität der Nachfrager in der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Anbietern und Nachfragern, wodurch die Einführung kompensatorischer Informationspflichten gerechtfertigt wird. Darüber hinaus liegt seiner Ansicht nach die Einführung weitergehender Schutzmechanismen nahe, wie Beratungspflichten oder Rücktrittsrechte, soweit man intellektuelle bzw. wirtschaftliche Ungleichgewichte zwischen den beiden Marktseiten erkennt; so etwa bei begrenzten Kapazitäten zur rationalen Informationsverarbeitung oder gar bei mangelnden intellektuellen Fähigkeiten zur rational gesteuerten Entscheidungsfindung.<sup>196</sup> Ebenso fordert Möllers, dass der wirtschaftlich und intellektuell unterlegene Anleger durch gesteigerte Informationspflichten bei der Emission mittels Prospekthaftung, aber auch durch verständliche Informationen bei der Rechnungslegung geschützt werden soll, was er unter dem Stichwort der „Sozialschützenden Funktion des Anlegerschutzes“ untersucht.<sup>197</sup> Er bejaht diesen Aspekt des Anlegerschutzes für gewisse Bereiche des Kapitalmarkt- und des Gesellschaftsrechts. Im Folgenden wird daher auch der Anlegerschutz in seiner Effektivität unter einem differenzierten Anlegerbegriff zu untersuchen sein.

Dass auch der Gemeinschaftsgesetzgeber von einer Abstufung des Anlegerschutzes ausgeht, beweist einmal die Auffächerung des Anlegerkreises, wie ihn z.B. die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie<sup>198</sup> vornimmt. Hier wird auf die Schutzbedürfnisse der einzelnen Gruppen von Anlegern und ihre Erfahrungen abgestellt.<sup>199</sup>

Weitergehend werden dann auch Verstöße gegen das Informationsmodell sanktioniert, um der Pflichterfüllung auch Nachdruck zu verleihen. Die Bandbreite reicht von dem scharfen Schwert der strafrechtlichen Sanktionen über öffentlich-rechtliche Eingriffsbefugnisse bis hin zu zivilrechtlichen Ansprüchen.<sup>200</sup>

Überträgt man diese Gedanken auf die Märkte, so ergibt sich für den Primär- und den Sekundärmarkt folgendes Konzept:

Auf der Ebene des Primärmarktes stehen sich Emittenten und die emissionsbegleitenden Banken sowie investitionsbereite Anleger gegenüber. Somit besteht für den

---

<sup>196</sup> Mülberr, WM 2001, 2085, 2093, wobei er weitergehende Beratungspflichten oder Rücktrittsrechte als mögliche Anlegerschutzmechanismen erwähnt.

<sup>197</sup> Möllers, ZGR 1997, 334, 347, 362.

<sup>198</sup> Richtlinie 93/22/EWG vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. Nr. L 141 vom 11.06.1993 S. 27 ff.

<sup>199</sup> Vgl. die Erwägungsgründe sowie Art. 11 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie.

<sup>200</sup> Vgl. als Beispiel hierzu den Beitrag von Veil, ZHR 167 (2003), 365 ff, der die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung darstellt.

Gesetzgeber an dieser Stelle die Aufgabe, den Austausch am Markt durch die Zusammenfassung von Informationspflichten zu unterstützen und zu stabilisieren.<sup>201</sup> Im Endeffekt soll hierdurch dem Anleger eine sachkundige Kaufentscheidung ermöglicht werden. Diese Regelungsaufgabe wird bisher durch das Gemeinschaftsrecht wahrgenommen, das mit seinen Richtlinien das Recht des Primärmarktes vorstrukturiert, wo hingegen den Mitgliedstaaten die Regelung der Rechtsfolgenseite hinsichtlich unvollständiger und unrichtiger Prospektangaben überlassen wurde.<sup>202</sup> Die Primärmarktpublizität lässt sich somit in die Unterpunkte Prospektpflicht, Prospektinhalt und Prospekthaftung aufgliedern.

Auf der Ebene des Sekundärmarktes, auch als Umlaufmarkt zu bezeichnen, stehen sich Kapitalanleger gegenüber, die zum einen ihre Wertpapiere verkaufen, zum anderen ihr Kapital investieren möchten. Legislatorisches Ziel muss daher die Schaffung und Sicherung eines reibungslosen Wertpapierhandels sein. Auf gemeinschaftsrechtlicher Ebene wird dies erreicht, indem zum einen die Richtlinien dafür sorgen, dass ein geordneter Informationsfluss gewährleistet wird und zum anderen Insidergeschäfte und Marktmissbräuche eingedämmt werden. Das nationale Recht baut diesen Rahmen weiter aus und sorgt auch hier für die entsprechenden Sanktionsmechanismen.<sup>203</sup>

Man kann somit davon ausgehen, dass sowohl der (Gesamt- als auch Individual-) Anlegerschutz durch einen Dreiklang an Maßnahmen am effektivsten erreicht wird: Information für den Anleger, Vertrauensschutz durch Verbote, Sanktionierung bei marktmissbräuchlichem Verhalten. Damit dieser Anlegerschutz auch greift, genügt es aber nicht, die entsprechenden Maßnahmen nur punktuell einzusetzen, sondern sie müssen ineinander verzahnt zum Tragen kommen, sich also ergänzen, um die einzelnen Schwächen durch eben dieses Zusammenwirken aufzufangen und eliminieren. Inwieweit dieses Verzahnungsmodell die Effektivität des Europäischen Kapitalmarktrechts steigert, wird an den folgenden Untersuchungen zu messen sein.

---

<sup>201</sup> *Fleischer*, NJW-Beilage 23/2002, S. 37, 38.

<sup>202</sup> Vgl. Art. 6 des Vorschlags über die neue Börsenprospektrichtlinie KOM/2002/460 vom 09.08.2002.

<sup>203</sup> Vgl. hierzu nur *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112 ff.

## IV Die Richtlinie als Regelungsinstrumentarium

### 1 Die Vorgabe von Art. 249 EGV und die allgemeine Wirkungsweise der Richtlinie

Gem. Art. 249 Abs. 3 EGV ist die Richtlinie für jeden Mitgliedstaat, an den sie gerichtet wird, hinsichtlich des zu erreichenden Ziels verbindlich, überlässt jedoch den innerstaatlichen Stellen die Wahl der Form und der Mittel. In der Richtlinie drückt sich der für die Gemeinschaft typische, notwendige Kompromiss aus, einerseits einheitliches Recht setzen, andererseits aber auch den nationalen Eigentümlichkeiten Rechnung tragen zu wollen.<sup>204</sup> Aus dem Gesetzeswortlaut ergibt sich, dass die Richtlinie ein Instrument indirekter, bzw. kooperativer zweistufiger Rechtsetzung ist.<sup>205</sup> Normativ verbindlich ist die Richtlinie für jeden Mitgliedstaat, an den sie sich richtet, hinsichtlich ihres Ziels, wobei der Begriff Ziel im Sinne des Wortes Ergebnis zu lesen ist.<sup>206</sup> Die Richtlinie enthält somit finale Vorgaben für die Mitgliedstaaten, die diese durch Akte der Richtlinienumsetzung zu realisieren haben, was grundsätzlich zu einer mittelbaren Wirkungsweise der Richtlinie führt. Diese Zweistufigkeit soll eine Schonung mitgliedstaatlicher Regelungsstrukturen herbeiführen.<sup>207</sup> Form und Mittel der Umsetzung ist den mitgliedstaatlichen Stellen überlassen. Jedoch hat der EuGH diese Wahlfreiheit präzisiert und als grundsätzliche Anforderung an die Umsetzung der Richtlinienbestimmungen formuliert, dass die Mitgliedstaaten verpflichtet sind, innerhalb der ihnen belassenen Entscheidungsfreiheit die Formen und Mittel zu wählen, die sich zur Gewährleistung der praktischen Wirksamkeit (effet utile) der Richtlinien unter Berücksichtigung des mit ihnen verfolgten Zwecks am besten eignen.<sup>208</sup> Die Einwirkung harmonisierten Gemeinschaftsrechts auf das nationale Recht ist jedoch nicht einheitlich.<sup>209</sup> Richtlinien können eine Minimum- aber auch eine Maximumharmonisierung vorsehen, wobei die beiden Regelungsniveaus in einer Richtlinie durchaus gleichzeitig vorkommen können.<sup>210</sup>

---

<sup>204</sup> *Biervert*, in: Schwarze, Art. 249, Rn. 23.

<sup>205</sup> *Ruffert*, in: Calliess/Ruffert, Art. 249 Rn. 43.

<sup>206</sup> *Ipsen*, Richtlinien - Ergebnisse, S. 72 ff.

<sup>207</sup> *Biervert*, in: Schwarze, Art. 249, Rn. 23.

<sup>208</sup> EuGH, Rs. 48/75, Slg. 1976, 497, Rn. 69/73.

<sup>209</sup> Vgl. Herrnfeld, in: Schwarze, Art. 94, Rn. 42.

<sup>210</sup> Mülbert, WM 2001, 2085, 2093.

## 2 Der sog. „effet utile“

Wie bereits angesprochen, soll mit dem sog. effet utile eine größtmögliche praktische Wirksamkeit des Gemeinschaftsrechts sichergestellt werden,<sup>211</sup> dergestalt, dass die allfällig denkbaren Gemeinschaftsbefugnisse wirklich voll ausgeschöpft werden. Es steht eine Technik zur Verfügung, die dem Regelprinzip der begrenzten Einzelzuständigkeit der Gemeinschaft bei Setzung des Sekundärgemeinschaftsrechts eine entsprechende Wirkungsbreite eröffnet, welche die Gemeinschaft zur angemessenen Erfüllung ihrer Aufgaben bedarf.<sup>212</sup> Diesen Interpretationsgrundsatz bemüht der EuGH häufig, um insbesondere die innerstaatliche Wirkung an sich nicht unmittelbar anwendbarer Sekundärrechtsnormen zu begründen, sowie deren Vorrang vor nationalen Rechtsquellen inklusive der Verfassungen zu manifestieren.<sup>213</sup>

## 3 Der Wandel im Nutzungskonzept

Das ursprüngliche Konzept der Nutzbarmachung der Richtlinie als Instrument der Rechtsangleichung erfuhr mit Fortschreiten der europäischen Einigung vor allem durch die Praxis der detaillierten Richtlinienvorgaben fühlbare Aufweichungen.<sup>214</sup> Die häufig gravierenden Distanzen zwischen gemeinschaftlicher Rechtsetzung und mitgliedstaatlicher Rechtsanwendung – einschließlich der sich daraus ergebenden Schwierigkeiten der Einarbeitung des Richtlinieninhalts in die nationalen Rechtsordnungen - haben die Tendenz gefördert, die Richtlinienggebung so zu betreiben, dass nationale und fachliche Positionen in zunehmendem Maße bereits über den Rat Eingang in die Richtlinie finden.<sup>215</sup> Sehr häufig sind die Richtlinien dann nicht mehr, als der kleinste gemeinsame Nenner. Diese, oft von einer hochgradigen Technizität geprägten und mit einer hohen Regelungsdichte versehenen Richtlinien verlassen meist den Weg der Rechtsangleichung und dringen aufgrund der Einengung des Gestaltungsspielraumes der Mitgliedstaaten in den Bereich der Rechtsvereinheitlichung vor.<sup>216</sup> Den Mitgliedstaaten bleibt nämlich häufig nichts anderes übrig, als die technischen Bestimmungen ohne Modifikationsmöglichkeiten in das nationale Recht zu übernehmen. Von ihrer eigentlichen Funktion, den Mitgliedstaaten bei der Verwirklichung gemeinschaftlicher Ziele und Inhalte Raum für mitgliedstaatliche Beson-

---

<sup>211</sup> Möllers/Rotter Ad-hoc-Publizität, S. 68 m.w.N.

<sup>212</sup> Oppermann, Europarecht Rn. 528.

<sup>213</sup> Bleckmann, S. 208.

<sup>214</sup> Vgl. Nettesheim, Durchführung, S. 10.

<sup>215</sup> Siedentopf, DÖV 1988, S. 985.

<sup>216</sup> Wölk, Umsetzung, S. 28.

derheiten zu lassen, hat sich die Richtlinienggebung zum Teil merklich entfernt. Regelungsdichte und Detaillierungsgrad schränken die nationalen Gestaltungsmöglichkeiten häufig stark ein.<sup>217</sup> Wenn die Richtlinie dazu eingesetzt wird, perfektionistische Regelungskomplexe in das nationale Recht zu transportieren, werden verschiedene regelungstechnische Vorteile zunichte gemacht: Die Richtlinie ermöglicht eine systemkonforme Einbettung der gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben in die mitgliedstaatlichen Rechtsordnungen und damit eine effektive Rechtsetzung. Durch die Eingliederung in die nationalen Rechtsordnungen kann auf vertraute Strukturen bei der Rechtsanwendung zurückgegriffen werden. Die Richtlinie respektiert mitgliedstaatliche Regelungszusammenhänge, indem sie diese anpasst und ggf. modifiziert, sie jedoch nicht übergeht oder auseinander reißt.<sup>218</sup> Die Vorteile der Richtlinie liegen somit auf der Hand.

#### **4 Effektivitätsverlust durch richtlinienimmanente Problemfelder**

Neben den Vorteilen, die sich aus dem Einsatz der Richtlinie ergeben, sind aber auch richtlinienimmanente Nachteile vorhanden, die zu einem – teilweise erheblichen – Effektivitätsverlust führen können.

##### **a) Effektivitätsverlust durch Teil- und Mindestharmonisierung**

Die Teil- oder Mindestharmonisierung verkompliziert die Rechtslage oft aber nicht unerheblich.<sup>219</sup> Die Fallgruppen missglückter Rechtsangleichung im europäischen Sekundärrecht lassen sich in Mängel auf europäischer und nationaler Ebene aufteilen.<sup>220</sup> Hier sind nur die punktuelle Rechtsharmonisierung, die Mindestklauseln und die Teilumsetzung in Richtlinien exemplarisch aufzuführen.<sup>221</sup> Beispielsweise kann die hohe Akzeptanz und die damit einhergehende Rechtsetzungseffizienz in den Mitgliedstaaten geschmälert werden oder gänzlich ausfallen, wenn der Richtlinieninhalt auf rechtliche Vorbehalte in den Mitgliedstaaten stößt oder dort politische oder verfahrenstechnische Verzögerungen auftreten und die Richtlinie nur unzureichend, verspätet oder überhaupt nicht umgesetzt wird.<sup>222</sup> Das Risiko, dass die Richtlinie nicht entsprechend den Vorstellungen des Richtliniengebers umgesetzt wird, ist der

---

<sup>217</sup> Wölk, Umsetzung, S. 29.

<sup>218</sup> Wölk, Umsetzung, S. 30.

<sup>219</sup> Möllers, Die Rolle des Rechts, S. 14.

<sup>220</sup> Vgl. zu den einzelnen Problemen auf der nationalen Ebene Möllers, JZ 2002, S. 121.

<sup>221</sup> Vgl. hierzu nur Möllers, Die Rolle des Rechts, S. 13 ff, wo die einzelnen Problemfelder beleuchtet werden.

<sup>222</sup> Schuster, Die EWG–Richtlinie, S. 70.

Richtlinie - anders als der Verordnung - immanent, da die Rechtsgeltung des Inhalts von der Kooperationsbereitschaft der Mitgliedstaaten beeinflusst wird.<sup>223</sup> Soweit detaillierte Richtlinienvorgaben die Entscheidungsfreiheit der nationalen Parlamente beseitigen und sich diese, ihrem Selbstverständnis zuwider, zu bloßen Vollzugsorganen der Gemeinschaft herabgestuft sehen, kann der Einsatz der Richtlinie vor allem im Hinblick auf das Demokratiedefizit der Gemeinschaft überdies deren Akzeptanz schmälern.<sup>224</sup> Hier zeigt sich deutlich, wie die Effizienz von der Kooperationsbereitschaft der Mitgliedstaaten bei der Umsetzung abhängt.

Der Wandel auf das Prinzip der Mindestharmonisierung – insbesondere im Kapitalmarktrecht – wurde teilweise als „light“-Version der notwendigen Rechtsangleichungspolitik bezeichnet.<sup>225</sup> Hieraus ergibt sich die Frage, ob mittels Richtlinien, welche eine Mindestharmonisierung anstreben, eine Harmonisierung divergierender mitgliedstaatlicher Rechtsvorschriften erreicht werden kann, da dieses Konzept keine Gewähr dafür bietet, dass die zu harmonisierenden Rechtsgebiete zutreffend und vollständig ausgewählt und in einer Weise angeglichen werden, welche das Entstehen eines funktions- und international wettbewerbsfähigen europäischen Kapitalmarktes zu gewährleisten vermag.

Im Schrifttum gibt es Stimmen, die unter Verweis auf die Umsetzungsdefizite bei detaillierten Richtlinien die Effizienz des Rechtsetzungsinstruments der Richtlinie dem Grunde nach in Frage stellen oder gar die Entfernung der Richtlinie aus dem Katalog der gemeinschaftlichen Handlungsform fordern.<sup>226</sup>

## **b) Fehlende Implementationskontrolle**

Bemängelt wird häufig im Zuge der Harmonisierungspolitik, es fehle an einer Implementationskontrolle der einschlägigen Rechtsangleichungsmaßnahmen.<sup>227</sup> Insbesondere sei diese notwendig, da bei einer Harmonisierungsstrategie mittels der Richtlinie die Probleme gleichsam eingebaut seien.<sup>228</sup> Besonders wird in diesem Zusammenhang angeführt, dass lediglich über die Rechtsprechung des EuGH Vollzugsdefizite aufgehoben aber nicht aufgespürt werden.<sup>229</sup> Diese Kritik hat mit Sicher-

---

<sup>223</sup> Wölk, Umsetzung, S. 30.

<sup>224</sup> Scherzberg, Jura 1992, S. 576.

<sup>225</sup> Assmann, Harmonisierung, S. 76.

<sup>226</sup> Vgl. Heinze, Kapitalmarktrecht, S. 25.

<sup>227</sup> Assmann, Harmonisierung, S. 118.

<sup>228</sup> Müller-Graff, NJW 1993, 13, 22, m.w.N.

<sup>229</sup> Assmann, Harmonisierung, S. 119.



heit berechnete Ansatzpunkte, allerdings entspricht sie nicht dem Verständnis von Art. 249 EGV, der es den Mitgliedstaaten überlässt, Form und Mittel zur Umsetzung zu bestimmen. Darüber fehlt es dieser Kritik an entsprechenden Lösungsvorschlägen, so z.B. auf welcher Ebene die Implementationskontrolle angesiedelt werden soll. Unabhängig von der Frage, auf welcher Ebene die Kontrollfunktion verortet werden soll, könnte sie ein Konfliktpotential zu Art. 249 EGV darstellen, da die Autonomie und Entscheidungsfreiheit der Mitgliedstaaten eingeschränkt wird. Andererseits wird mit keinem Wort auf die Neuregelungen des 4-Stufen-Plans eingegangen, welcher auf der vierten Stufe genau diese Kontrollfunktion vorsieht.

## **5 Kompromisse und Optionen**

Kompromisse und Optionen stellen bei den Harmonisierungsmaßnahmen ein weiteres Problem dar. Häufig finden sich Kompromisse Form von Paketgeschäften wieder, wodurch die Zustimmung eines oder mehrerer Länder erkaufte wird.<sup>230</sup> Die Folge ist ein suboptimales Regelungssystem, bedingt durch die Vermischung unterschiedlicher Regelungsansätze.<sup>231</sup> Auch Einzelmaßnahmen können von Kompromissen betroffen sein. Meist werden diese dann so unpräzise formuliert, dass in der Folge jeder Mitgliedstaat sie im Lichte seines Rechtsverständnisses auslegt.

Weiterhin finden sich teilweise Optionsrechte in den Gemeinschaftsvorgaben. Werden Optionen als Kompromiss in die Gemeinschaftsregelungen eingebaut, so kann das Ziel einer Harmonisierung nur verfehlt werden.<sup>232</sup>

## **6 Neuausrichtung durch den Aktionsplan der Kommission und ein beschleunigtes Rechtsetzungsverfahren (Lamfalussy-Bericht)**

Wie bereits erwähnt, wurde die Schaffung eines einheitlichen Kapitalmarktes mittels Rechtsangleichungsmaßnahmen angestrebt. Für die Kommission ist die Schaffung eines einheitlichen Kapitalmarktes seit jeher eine unabdingbare Voraussetzung für die vollständige Verwirklichung des Binnenmarktes.<sup>233</sup> Hierfür verabschiedete die Kommission einen Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (Financial Service Action Plan, FSAP) im Jahre 1999, der vom Europäischen Rat 2000 gebilligt wurde. Hierin waren mehrere Maßnahmen zur Schaffung eines Finanzbinnenmarktes in Europa

---

<sup>230</sup> Rabe, NJW 1993, 1, 5.

<sup>231</sup> Assmann, Harmonisierung, S. 121.

<sup>232</sup> So z.B. bei der Harmonisierung des Rechnungslegungsrechts das mit über 70 Wahlrechten eine effektive Rechtsangleichung unmöglich gemacht hat, vgl. hierzu Claussen, AG 1993, 278.

<sup>233</sup> Schulte, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 52.

enthalten. Man einigte sich, bis 2005 einen integrierten europäischen Finanzmarkt zu schaffen, bis 2003 sollte ein integrierter Wertpapiermarkt geschaffen werden.

Bei der Umsetzung des Aktionsplans, stieß man aber an Grenzen im Rechtsetzungsverfahren hinsichtlich der Zeitvorgaben. Einen Ausweg suchte die Gemeinschaft, in dem sie den Vorgaben aus dem sog. Lamfalussy-Bericht zu folgen versuchte. Der Bericht kommt zu dem Schluss, dass der derzeitige Rechtssetzungsrahmen der EU zu langsam, zu starr und zu komplex ist und dem raschen Wandel auf den weltweiten Finanzmärkten nicht gerecht wird. Darüber hinaus stimmt man überein, dass bestehende Regeln und Vorschriften nicht einheitlich umgesetzt und Unternehmen gleicher Art dadurch nicht immer gleich behandelt werden, was die erforderliche Wettbewerbsneutralität der Aufsicht zu gefährden droht.<sup>234</sup>

Der Bericht sieht im Wesentlichen vor, in einem neuen Rechtsetzungsverfahren, dem sog. Komitologieverfahren, einem Vier-Stufen-Konzept zu folgen.<sup>235</sup> Auf der ersten Stufe sollen in der jeweiligen Richtlinie nur allgemeine Rahmenbedingungen festgeschrieben werden, während auf der zweiten Stufe die technischen Umsetzungsmaßnahmen von der Kommission unter Mithilfe von zwei neu eingerichteten Ausschüssen<sup>236</sup> festgelegt werden.<sup>237</sup> Darauf folgt in Stufe Drei die Erarbeitung gemeinsamer Empfehlungen, Standards und Leitlinien durch die Wertpapierregulierungsbehörden, um die einheitliche Umsetzung und Anwendung sicherzustellen. In der letzten Stufe folgt eine Überprüfung durch die Kommission, ob die Umsetzung durch die Mitgliedstaaten ordnungsgemäß erfolgt ist. Dies wird wohl der geforderten Implementationskontrolle entsprechen.

Neben den Defiziten im Rechtsetzungsverfahren enthält der Bericht weitergehend wichtige Aussagen über die vorzunehmende Korrektur bei den Kapitalmarktvorschriften selbst. Es werden die einzelnen Mängel aufgelistet und ein Zeitplan empfohlen, der gegenüber dem Aktionsplan<sup>238</sup> eine straffere Zeitvorgabe vorschlägt. Die Emp-

---

<sup>234</sup> Vgl. S. 12 des Lamfalussy-Berichts, Fn. 15.

<sup>235</sup> Zu den Einzelheiten des Verfahrens, vgl. von Buttlar, BB 2003, 2133, 2134.

<sup>236</sup> Bei den Ausschüssen handelt es sich zum einen um den Europäischen Wertpapierausschuss (European Securities Committee, ESC), der die Kommission in Wertpapierfragen berät und mit hochrangigen Vertretern der Mitgliedstaaten besetzt ist, sowie um den Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators, CESR), der die Kommission bei der Ausarbeitung technischer Durchführungsbestimmungen berät. Hierbei handelt es sich um die Nachfolgeorganisation der FESCO, dem Forum of European Securities Commissions.

<sup>237</sup> Vgl. hierzu beispielhaft Art. 1 a. E. und Art. 6 Abs. 1 und 2 der neuen Marktmissbrauchsrichtlinie, die auf das Komitologieverfahren verweist und die dazu ergangenen ersten Entwürfe zur Konkretisierung, nachzulesen bei *Fischer zu Cramburg*, AG 2003, R384, R384.

<sup>238</sup> Vgl. Fn. 15.

fehlungen des Lamfalussy-Berichts wurden vom Europäischen Rat von Stockholm gebilligt.<sup>239</sup> Darüber hinaus arbeiten die Regulierungsbehörden an der Einsetzung des Ausschusses der Wertpapierregulierungsbehörden. Neben den ersten technischen Umsetzungsfortschritten im Komitologieverfahren sind auch vom materiellen Standpunkt her bereits erste Erfolge zu verzeichnen, indem Richtlinienentwürfe zum EU – Prospekt und zum Marktmissbrauch vorgelegt wurden.

## **B Effektivitätsuntersuchungen**

Die Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärmarkt sowie die damit zusammenhängenden rechtlichen Maßnahmen beruht auf den zum Teil unterschiedlichen Problemlagen in den jeweiligen Bereichen.<sup>240</sup> Oft wird die Zuordnung bestimmter Fragen zu den verschiedenen Marktsegmenten nur unter dem Gesichtspunkt der Häufigkeit ihres Vorkommens vorgenommen, obwohl es durchaus zu Überschneidungen kommt.<sup>241</sup> Während es im Primärmarkt in erster Linie um Informationen über den Emittenten und die Papiere geht, spielt im Sekundärmarkt die Beziehung zwischen den Anlegern und der Bereich, in dem der Effektenhandel abgewickelt wird, die entscheidende Rolle. Im Rahmen dieser Arbeit wird von der gängigen Zuordnung nicht abgewichen. Im Bereich des Sekundärmarktes wird sich die Untersuchung auf die Regelungen zur Insider-, Marktmissbrauchs- und Ad-hoc Gesetzgebung sowie auf die Transparenzvorschriften für Informationen über Emittenten beziehen.

### **I Die Untersuchung im Bereich des Sekundärmarktes: Anleger-schutz im Insiderrecht, der Ad-hoc-Publizität und der Marktmanipulation**

Den Sekundärmarkt kennzeichnet der Handel der Anleger mit bereits emittierten Papieren.

Die Untersuchung des Anlegerschutzes im Sekundärmarkt kann nur durch die Gesamtdarstellung der verschiedenen Maßnahmen erreicht werden. Der Anlegerschutz

---

<sup>239</sup> v. Illberg/Neises, WM 2002, 635, 637.

<sup>240</sup> Elster, Kapitalmarktrecht, S. 3.

<sup>241</sup> Elster, Kapitalmarktrecht, S. 3, sowie Hopt, ZHR 141 (1977), 389, 426, der zur Verdeutlichung die Insiderproblematik auch dem Primär-, und nicht nur dem Sekundärmarkt zuordnet und als Beispiel ein Insidergeschäft im Vorfeld einer Emission zur Kapitalerhöhung nennt.

ist, wie gleich zu zeigen sein wird, eine Materie, die sich aus mehreren Komponenten zusammensetzt und die nur als Gesamtkonzept zum Tragen kommt. Zunächst werden trotzdem die einzelnen Maßnahmen in den Richtlinien analysiert, um sie dann im Kontext des gesamten Regelungssystems zu untersuchen. Dies geschieht zum einen aus Gründen der Übersichtlichkeit, zum anderen da somit die Wirksamkeit einzelner Maßnahmen und deren Verzahnungen untereinander besser dargestellt werden können.

## **1 Anlegerschutz im Bereich des Insiderrechts, der Ad-hoc-Publizität und der Marktmanipulation vor Erlass der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG**

### **a) Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität**

#### **(1) Die Theorie des Insiderrechts**

Um die Effektivität des europäischen Insiderrechts im Bezug zum Anlegerschutz zu erfassen, muss die Diskussion den Einstieg über die Theorie des Insiderrechts finden.

Die Entwicklung des Insiderrechts auf der Gemeinschaftsebene ist noch vergleichsweise jung. Ebenso ist die Diskussion um einen theoretischen Ansatz zum Insiderrecht noch nicht allzu lange im Fluss, teilweise auch noch nicht abgeschlossen. Aber durch die Entscheidung der europäischen Rechtsetzungsorgane, eine Regelung auf diesem Gebiet zu erlassen, wurde eine legislative Wertentscheidung zugunsten der Sanktionierung des Insiderhandels getroffen, die ungeachtet der ökonomischen Stichhaltigkeit ihrer Erwägungen zu respektieren ist.<sup>242</sup> Die lange Entwicklungsdauer insiderrechtlicher Schutzmaßnahmen lag vor allem daran, dass in Europa das Interesse des breiten Publikums am Kapitalmarkt und somit auch das Schutzbedürfnis des Privatanlegers vor Übervorteilung durch Insidergeschäfte erst allmählich wuchsen.<sup>243</sup> Letztlich stand aber hinter der Einführung einer Insidergesetzgebung der Gedanke, die eigenen Wertpapierbörsen attraktiver und damit bedeutender zu machen sowie die wirtschaftsfördernde Überlegung, Wertpapieranlagen eines breiten Publikums könnten zu einer verbesserten Kapitalausstattung der heimischen Unternehmen in großem Umfang beitragen.<sup>244</sup>

---

<sup>242</sup> v. Klitzing, Ad-hoc-Publizität, S. 40; Elster, Kapitalmarktrecht, S. 59.

<sup>243</sup> Stumpf, EG-Insiderrecht, 31, 33.

<sup>244</sup> Stumpf, EG-Insiderrecht, 31, 33.

Der Begriff des Insiders ist in der Insiderrichtlinie nicht einheitlich, sondern teilt diesen in die Personengruppen des Primär- und Sekundärinsiders auf, wobei hier jeweils weitere Unterteilungen<sup>245</sup> vorgenommen werden.<sup>246</sup> Der Primärinsider ist ein Sammelbegriff. Durch diesen Begriff werden die Personen erfasst, die entweder aufgrund ihres verbandsrechtlichen Status einem Unternehmen nahe stehen oder mit einer Informationsquelle wegen ihrer beruflichen oder sonstigen Tätigkeit in Kontakt kommen.<sup>247</sup> Hiernach gelten als Primärinsider die Personen, die Mitglieder eines Verwaltungs-, Leitungs-, oder Aufsichtsorganes des Emittenten sind, die Personen, die durch ihre Beteiligung am Kapital des Emittenten oder aufgrund ihrer Arbeit, ihres Berufes oder ihrer Aufgaben Zugang zu Insiderinformationen haben oder hierüber verfügen. Somit lässt sich der Begriff des Primärinsiders nochmals in einen Unternehmensinsider und einen tätigkeitsbedingten Insider aufteilen. Als „klassischer“ Insider gilt der Unternehmensinsider, da er sich nicht nur in der Nähe von Insiderinformationen befindet, sondern diese aufgrund seiner Aufgaben selbst produziert, zumindest aber über sie Bescheid weiß.<sup>248</sup> Dies gilt zunächst für die Organmitglieder. Daneben werden auch die Kapitalbeteiligten des Emittenten erfasst, die zwar eine weniger formalisierte Bindung zum Emittenten haben, gleichwohl aber in den Genuss struktureller Informationsvorteile kommen können.<sup>249</sup> Als Primärinsider wird aber nur der angesehen, bei dem die Kapitalbeteiligung kausal zur Informationserlangung steht, d.h. je geringer die Kapitalbeteiligung ist, umso geringfügiger wird auch die Kausalität sein.<sup>250</sup> Nicht unproblematisch erscheint die Festlegung des Kreises der tätigkeitsbedingten Insider. Hier werden die Personen erfasst, die aufgrund ihrer Arbeit, ihres Berufes oder ihrer Aufgaben eine Insiderinformation erfahren.<sup>251</sup> Da nur wenige Informationen denkbar sind, die eine Person nicht aufgrund von Arbeit, Beruf oder Aufgabe erfährt, wird in der Literatur häufig vorgeschlagen, Personen vom Insiderkreis auszunehmen, die rein zufällig von einer Insiderinformation Kenntnis er-

---

<sup>245</sup> Vgl. zu den einzelnen Unterscheidungen Art. 2, 3 und 4 der Insiderrichtlinie.

<sup>246</sup> In dem Richtlinienentwurf wird diese Unterscheidung nicht verwendet, allerdings hat die EG-Kommission diese in den Vorarbeiten verwendet; vgl. hierzu die Begründung des Richtlinienentwurfes vom 11.06.1987, KOM (87) 111 endg., 21.05.1987.

<sup>247</sup> Weber, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, S. 133.

<sup>248</sup> Claussen, ZBB 1992, 267, 270.

<sup>249</sup> Zur Diskussion, ob auch Kleinaktionäre zu diesem Kreis zu rechnen sind, vgl. Claussen, ZBB 1992, 267, 270; Hopt, ZGR 1991, 17, 36.

<sup>250</sup> Bergmans, Inside Information, S. 70.

<sup>251</sup> Claussen, ZBB 1992, 267, 271 und Ernst, WM 1990, 461 sprechen von einem uferlosen Kreis; vgl. auch Weber, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, S. 135.

langen.<sup>252</sup> Aus der Formulierung heraus wird deutlich, dass auf Innehaben der Information und nicht deren Quelle abgestellt wird.<sup>253</sup> Keine Haftungsvoraussetzung ist, dass zwischen einem tätigkeitsbedingten Insider und dem Emittenten oder einer anderen Quelle eine vertragliche Beziehung besteht, auch wenn dies in der Praxis öfters vorkommen kann,<sup>254</sup> weshalb auch z.B. Journalisten, Parlamentarier oder Staatsbedienstete zu dem Kreis der Primärinsider gerechnet werden können.<sup>255</sup>

Neben dem Primärinsider wird auch der sog. Sekundärinsider vom Gemeinschaftsrecht erfasst. Allerdings enthält die EG-Richtlinie hier einen qualitativ eigenständigen Ansatz.<sup>256</sup> Die Richtlinie bezeichnet die Personen als Sekundärinsider, welche in Kenntnis der Sache über eine Insiderinformation verfügen, die unmittelbar oder mittelbar nur von einem Primärinsider stammen kann.<sup>257</sup> Voraussetzung ist somit, dass der Betreffende über eine Insiderinformation verfügt. Hingegen werden nicht als Insider diejenigen Personen eingestuft, die aufgrund einer Geschäftsempfehlung handeln, ohne deren tatsächliche Grundlagen zu kennen.<sup>258</sup> Ein unmittelbarer Kontakt zwischen dem Primär- und dem Sekundärinsider ist nicht erforderlich, so dass es als ausreichend anzusehen ist, wenn die Information zum Sekundärinsider über mehrere Zwischenstationen gelangt, ohne dass diese ihrerseits Primärinsider sein müssen. Es ist lediglich entscheidend, dass die Information von irgendeinem Primärinsider stammt.<sup>259</sup> Eine Berechtigung zur Weitergabe durch den Primärinsider oder eine dahingehende Gutgläubigkeit ist ebenfalls irrelevant, so dass die Bedeutung der Einschränkung als gering einzustufen ist. Als Ausnahme gelten nur die Fälle, in denen die Informationsbeschaffung ohne den Primärinsider stattgefunden hat.<sup>260</sup> Da die Insiderrichtlinie vom Sekundärinsider „Kenntnis der Sache“ verlangt, wird man davon ausgehen müssen, dass Vorsatz hinsichtlich des Insidercharakters der Information und der Kenntnis, dass sie zumindest mittelbar von einem Primärinsider stammen kann, vorhanden sein muss.<sup>261</sup>

---

<sup>252</sup> Hopt, ZGR 1991, 17, 35; Weber, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, S. 136, m.w.N.

<sup>253</sup> Wymeersch, in: Hopt/Wymeersch, S. 69.

<sup>254</sup> Hopt, ZGR 1991, 17, 38.

<sup>255</sup> Als Beispiel führt Weber, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, S. 137, das Beispiel eines Bundesbankmitarbeiters an, der Kenntnis über eine bevorstehende Diskontsatzänderung hat.

<sup>256</sup> Weber, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, S. 139.

<sup>257</sup> Vgl. Art. 4 der Insiderrichtlinie.

<sup>258</sup> Elster, Kapitalmarktrecht, S. 95; Assmann, AG 1994, 237, 241.

<sup>259</sup> Elster, Kapitalmarktrecht, S. 95, m.w.N. zu einer einschränkenden Ansicht, die zumindest beim Sekundärinsider die Vorstellung verlangt, die Information stamme von einem Primärinsider.

<sup>260</sup> Hopt, ZGR 1991, 17, 49; a. A. Siebel, in: FS Semmler, S. 974.

<sup>261</sup> Stumpf, EG-Insiderrecht, S. 34; Hopt, ZGR 1991, 17, 48.

Eine Insiderinformation ist eine nicht öffentliche bekannte präzise Information, die einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Wertpapiere betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieses Wertpapiers oder der Papiere beträchtlich zu beeinflussen.<sup>262</sup> Unter dem Begriff der Insidertatsache sind hiernach wertpapierbezogene und unternehmensbezogene Tatsachen sowie all jene Tatsachen zu verstehen, die eine Mehrzahl von Emittenten betreffen, sofern ihre Veröffentlichung geeignet ist, den Kurs erheblich zu beeinflussen.<sup>263</sup>

Unter Insiderhandel versteht man die Ausnutzung von bisher noch unbekannten und unzugänglichen kursrelevanten Informationen für die Öffentlichkeit zum Handel mit Wertpapieren durch Personen, die aufgrund eines besonderen Verhältnisses zum Informationsursprung bereits vorzeitig über die Information verfügen.<sup>264</sup>

Auf gemeinschaftlicher und nationaler Ebene ist man sich im Grundsatz darüber einig, dass man Insiderhandel als unfair<sup>265</sup> einstuft und deshalb versucht, den Insiderhandel durch Regelungen zu unterbinden.<sup>266</sup> Allerdings besteht trotz intensiver Diskussion bisher noch keine eindeutige Linie hinsichtlich der zu schützenden Interessen, was wohl insbesondere auf den verschiedenen ökonomischen Theorieansätzen, aber auch auf den unterschiedlichen rechtlichen Bewertungen beruht,<sup>267</sup> wobei der ökonomische Ansatz den rechtlichen Ansatz direkt beeinflusst.<sup>268</sup> Die Ansätze im Schrifttum sind mittlerweile sehr weit gefächert, so dass sich die Arbeit darauf beschränkt, die hier vertretene Auffassung wiederzugeben.<sup>269</sup>

Der hier vertretene rechtstheoretische Ansatz im Insiderrecht geht von den Grundvorstellungen über Kapitalgesellschaften, den Börsen und den Kapitalmärkten aus, die sich im Gesellschafter- und Anlegerschutz, der Transparenz sowie der Sauberkeit der Börsen widerspiegeln.<sup>270</sup> Ausgangspunkt ist es, den Zweck eines Insiderhan-

---

<sup>262</sup> Vgl. hierzu *Weber*, Kapitalmarktrecht, S. 326.

<sup>263</sup> *Weber*, Kapitalmarktrecht, S. 326.

<sup>264</sup> *Schrödermeier/Wallach*, EuZW 1990, 122.

<sup>265</sup> *Kübler*, AG 1977, 85, 87, sieht in den Insiderregeln den Schutz vor moralisch zweifelhaften Geschäften.

<sup>266</sup> *Grunewald*, ZBB 1990, 128.

<sup>267</sup> Vgl. zu den unterschiedlichen theoretischen Ansätzen die Darstellung bei *Hopt*, ZGR 1991, 17, 22 ff, sowie *Schneider*, DB 1993, 1429 ff, der sich umfassend gegen ein Insiderhandelsverbot ausspricht.

<sup>268</sup> *Hopt*, ZGR 1991, 17, 26, der auf die Beeinflussung der Wahlrechte bei den Sanktionen der EG-Mitgliedstaaten durch ökonomische Ansätze in der Insiderdiskussion hinweist, die sich im Rahmen der alten Insiderrichtlinie ergeben haben.

<sup>269</sup> Einen sehr tiefen Einblick in die unterschiedlichen Theorien des Insiderrechts, sowie eine vergleichende Darstellung des US-amerikanischen, des europäischen sowie des deutschen Insiderrechts vermittelt *Weber*, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, S. 51 ff.

<sup>270</sup> Vgl. hierzu *Hopt*, ZGR 1991, 17, 25.

delsverbotes aus den Zielen des Individual- und Funktionsschutzes mit den allgemeinen Grundlagen des Aktien- und Börsenrechts zu verbinden.<sup>271</sup> Die allgemeinen Grundlagen statuieren Treuepflichten, Gleichheit der Aktionäre, Anlegerschutz, Prospektwahrheit, Offenlegungs- und Aufklärungspflichten sowie Vertragsgerechtigkeit.<sup>272</sup> Mit den Regelungen zum Insiderrecht möchte man es denjenigen, die mit entsprechenden Informationen versorgt sind verbieten, aufgrund dieser Informationen zu handeln. Insbesondere im Zirkulationsmarkt können die Insiderinformationen genutzt werden, um entweder überbewertete Papiere zu einem zu hohen Kurs zu verkaufen oder unterbewertete Papier unter dem eigentlichen Marktpreis einzukaufen.<sup>273</sup> Daneben steht die Überlegung, dass der Markt mit allen relevanten Informationen optimal versorgt werden muss, denn die Insiderproblematik stellt sich als ein Teilstück der Frage dar, wie kursrelevante Informationen mit einem Minimum von Verzögerungen offen gelegt werden.<sup>274</sup> Nach der hier vertretenen Auffassung dient das Insiderrecht unter anderem dazu, bestehende Informationsgefälle auszugleichen<sup>275</sup> und steht daher mit den Informationsgeboten in wechselseitiger Beziehung.<sup>276</sup> Das Insiderrecht versteht sich somit als flankierende Maßnahme zu den Informationsgeboten.

Oberstes Ziel ist zunächst der Funktionsschutz des Kapitalmarktes, dem sich ein überindividueller Anlegerschutz anschließt. Die Anleger werden ihr Kapital nur dann einem Markt zur Verfügung stellen, wenn sie darauf vertrauen können, dass fair gehandelt wird.<sup>277</sup> Der Versuch, dieses Argument mit der Behauptung zu entwerten, die Börsenmärkte basierten grundsätzlich auf einer Ungleichverteilung des Wissens,<sup>278</sup> greift zu kurz. Zwar muss zwischen Anbietern und Nachfragern eine Diskrepanz im Hinblick auf die Bewertung der Wertpapierentwicklung bestehen, da sonst kein Handel zu Stande käme. Allerdings muss sich die individuelle Bewertung auf Informationen stützen, die allen Marktteilnehmern zugänglich sind, damit ein fairer Handel ge-

---

<sup>271</sup> *Arbeitskreis Gesellschaftsrecht*, S. 9 ff.

<sup>272</sup> *Hopt*, ZGR 1991, 17, 25.

<sup>273</sup> *Weber*, Kapitalmarktrecht, S. 327.

<sup>274</sup> *Kirchner*, Zivilrechtliche Sanktionen, S. 666.

<sup>275</sup> Zu diesem Grundsatz, den auch die sog. equal-access Theorie anführt, *Kaiser*, WM 1997, 1557, 1560; *Weber*, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, S. 51 ff.

<sup>276</sup> So auch *Weber*, Kapitalmarktrecht, S. 330; *Oppitz*, Unternehmenspublizität, S. 1086.

<sup>277</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht S. 1146, nennt den Funktions- und den überindividuellen Anlegerschutz zwei Seiten einer Medaille.

<sup>278</sup> *Schneider*, DB 1993, 1429, 1434.



währleistet ist. Ob sich der private Anleger ansonsten von der Börse zurückzieht,<sup>279</sup> da er befürchtet, aufgrund von Insiderhandel ein Verlustrisiko einzugehen und zu geringe Gewinnchancen für sich sieht, mag an dieser Stelle offen bleiben.<sup>280</sup> Ebenso spielt es an dieser Stelle keine Rolle, ob dem Anleger durch Insidergeschäften ein Schaden entstanden ist. Ausschlaggebend ist hingegen, dass das Börsenpublikum die Einhaltung von Fairnessregeln erwartet.<sup>281</sup> Werden diese Regeln nicht eingehalten, werden sich die Anleger in transparentere Märkte zurückziehen, in denen sie das Gefühl haben, mit allen anderen Marktteilnehmern gleich behandelt zu werden. Der „ehrliche“ Anleger wird sich somit eine „ehrliche“ Anlageform suchen. Mit Sicherheit schwächt der Anlegerrückzug vom Markt dessen allokativen Funktionsfähigkeit, was für einen effektiven Kapitalmarkt kontraproduktiv ist.<sup>282</sup> Diese Ansicht wird durch die alte<sup>283</sup> und die neue<sup>284</sup> Insiderrichtlinie gestützt, die in ihren Erwägungsgründen die Integrität und das Vertrauen in den Markt und die Gleichbehandlung der Anleger als Grundlagen für einen funktionierenden Finanzmarkt sehen. Soweit durch die Regelungen der Funktionsschutz des Marktes gesichert wird, partizipieren auch die Anleger von einem transparenten Markt mit geringerem Anlagerisiko und niedrigeren Transaktionskosten. Die Funktionsfähigkeit nimmt nämlich bereits dadurch Schaden, dass die Marktteilnehmer ihre Gewinn- und Risikoerwartungen korrigieren, wenn sie mit dem Auftreten von Insidern rechnen müssen. Dies hat zur Folge, dass die Wertschätzung der Kapitalmarktanlagen sinkt und die Kapitalbeschaffungskosten steigen.<sup>285</sup> Darüber hinaus ergibt sich bei den sog. Market-Makers aus Insidergeschäften ein besonderes Verlustrisiko, da sie dauernd bestrebt sein müssen, einen marktgerechten Preis zu finden, um Angebot und Nachfrage auszugleichen, weshalb sie zur Kompensation auf alle Transaktionen Risikoaufschläge erheben werden.<sup>286</sup>

Demgegenüber ist der Individualschutz kein unmittelbares Schutzziel im Wirkungsfeld der reinen Insiderregeln.<sup>287</sup> Auch wenn häufig ins Feld geführt wird, der Anleger

---

<sup>279</sup> Lösler, Compliance, S. 12, m.w.N., der eine empirische Studie anführt, wonach festgestellt wurde, dass der Markt, nach dem Bekanntwerden des Ausmaßes von Insidergeschäften nach unten abfiel.

<sup>280</sup> Vgl. hierzu Grunewald, ZBB 1990, 128, 130.

<sup>281</sup> Vgl. hierzu Grunewald, ZBB 1990, 128, 130.

<sup>282</sup> So auch Caspari, ZGR 1994, 530, 533.

<sup>283</sup> Vgl. Fn. 44.

<sup>284</sup> Vgl. Fn. 46.

<sup>285</sup> Schmidt, in: Hopt/Wymeersch, S. 21.

<sup>286</sup> Vgl. Rudolph/Röhl, in: Hopt/Rudolph/Baum, 176; Elster, Kapitalmarktrecht, S. 62.

<sup>287</sup> Zur Klarstellung muss an dieser Stelle deutlich zwischen der reinen Theorie zum Insiderrecht und der jeweiligen Gesetzgebung zum Insiderrecht differenziert werden. Soweit ein Individualschutz abgelehnt wird, bezieht sich dies nur auf die hier vertretene theoretische Grundlage zum Insiderrecht. Soweit die Richtlinien zum Insiderrecht hingegen Individualschutz vermitteln, liegt das an der Vermit-

erleide durch die Insiderkäufe oder –verkäufe einen Schaden, trifft dies nicht den wahren Sachverhalt.<sup>288</sup> Dies soll an Hand der verschiedenen Anlegersichtweisen verdeutlicht werden:

Blickt man auf die Anleger der Marktgegenseite, so könnte man annehmen, sie hätten entweder die Wertpapiere zu billig verkauft oder zu teuer gekauft, dadurch dass der Insider als Handelspartner Informationen unterdrückt hat.<sup>289</sup> Zwei Gründe sprechen aber gegen diese Annahme: Zum einen treten beide Seiten in den seltensten Fällen in unmittelbaren Kontakt zueinander, so dass der Anleger gar nicht getäuscht wird. Sollte dies ausnahmsweise doch einmal geschehen (sog. face to face Geschäft), reichen die gegebenen zivilrechtlichen Haftungssysteme völlig aus, um den Anleger vor einer Übervorteilung zu schützen. Treten Anleger und Insider aber nicht in unmittelbaren Kontakt zueinander, so fehlt es zum anderen bei dem Anleger auch an einem Schaden, da er die Wertpapiere ohnehin zu diesem Preis ge- oder verkauft hätte, auch wenn der Insider nicht am Markt aufgetreten wäre. An dieser Stelle ist es wohl vorteilhafter, von einer „ungerechtfertigten oder unfairen Bereicherung“<sup>290</sup> beim Insider statt einem Schaden beim Anleger zu sprechen. Man kann sogar davon ausgehen, dass der Anleger durch das Auftreten des Insiders am Markt besser steht, da durch die zusätzliche Nachfrage bzw. das Angebot die Kauf-, bzw. Verkaufskonditionen für den Anleger besser werden.<sup>291</sup> Nur in seltenen Fällen, in denen ein Preislimit gesetzt wurde, das durch das Auftreten des Insiders erreicht wurde, steht der Anleger schlechter da, da die Anleger ohne den Insiderhandel aus dem Markt ausgestiegen wären und somit unter Umständen die selben Gewinne wie der Insider gemacht hätten.<sup>292</sup> Insofern ist die Annahme eines „victimless crime“ nicht völlig zutreffend.<sup>293</sup>

---

schung der Regeln des reinen Insiderrechts und denen zur Ad-hoc-Publizität, die nach der hier vertretenen Auffassung Individualschutz bieten. Teilweise wird dies in der Literatur nicht deutlich genug herausgehoben oder übergangen, da teilweise der Schutzbereich des reinen Insiderrechts mit dem Schutzbereich der ersten Insiderrichtlinie gleichgestellt wird, ohne die verschiedenen Regelungsziele klar herauszuarbeiten, vgl. als Beispiel *Elster*, Kapitalmarktrecht, S. 60, Fn. 225, wo in der Insiderrichtlinie Individualschutz mit Bezug auf den Aufsatz von *Grunewald*, ZBB 1990, 128, 133 verneint wird, obwohl sich der Aufsatz an diesem Punkt nur mit reiner Insidertheorie und nicht auch mit den Regeln zur Ad-hoc-Publizität beschäftigt.

<sup>288</sup> Vgl. zu der Schadensdiskussion *Elster*, Kapitalmarktrecht, S. 61, m.w.N.; a. A. *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht S. 1162.

<sup>289</sup> *Kirchner*, Zivilrechtliche Sanktionen, S. 672 ff.

<sup>290</sup> Zu dem Begriff im Kontext des „unmoralischen“ Insiderhandels, *Schneider*, DB 1993, 1429, 1431 ff, wobei der Begriff der „unfairen Bereicherung“ die Situation eher trifft, da er den Kerngehalt der Insiderregeln, nämlich moralisch zweifelhafte Geschäfte besser beschreibt.

<sup>291</sup> *Schörner*, Insiderhandelsverbot, S. 48; a. A. *Waser*, Insiderregelung S. 11.

<sup>292</sup> Allerdings entscheidet das Verhalten des Insiders selten darüber, ob das Limit erreicht wird oder nicht, da der Einfluss des Insiders auf den Kursverlauf in den meisten Fällen zu gering ist. Als eng

Die Anleger, die auf derselben Seite wie der Insider stehen, können hingegen durchaus einen Verlust erleiden.<sup>294</sup> Hätte der Insider von dem Geschäft abgesehen, wären die Kurse nicht unter Druck geraten, womit der Anleger ein besseres Geschäft gemacht hätte. Nichtsdestotrotz wird man auch diese Personengruppe nicht in den Schutzbereich der Insiderregeln aufnehmen können, da der Preisdruck und somit auch der Schaden nur sehr gering sind.<sup>295</sup> Allerdings ist zu bedenken, dass die Anleger auf derselben Seite wie der Insider an der Nichtveröffentlichung der Information durchaus partizipieren, da kursrelevante Informationen dem Markt vorenthalten werden, weshalb es schwierig erscheint, von einem Schaden zu sprechen.<sup>296</sup>

Darüber hinaus wäre es verfehlt, eine Haftung auf diese Kursveränderungen zu stützen, da man hierdurch dem Gesetzgeber unterstellen müsste, dass er durch das Insiderhandelsverbot einen bestimmten aktuellen Preis eines Wertpapiers stabilisieren wollte. Dies kann aber nicht im Interesse des Gesetzgebers liegen, da dieser aktuelle Wert des Wertpapiers nicht seinem wahren Wert entspricht und eine Haftung für derartige Kursänderungen nicht die Schwankung in Abhängigkeit vom tatsächlichen Preis erfassen würde.<sup>297</sup> Gerade diese Kursveränderung verringert außerdem die Möglichkeit überproportionaler Gewinne und Verluste und ist somit die einzig positive Nebenerscheinung des Insiderhandels.<sup>298</sup>

Die Probleme des Individualschutzes gliedern sich somit in zwei Möglichkeiten. Entweder stellt man einfach auf das Tätigwerden des Insiders ab, dann fehlt es für eine Schadensverursachung meistens an einer kausalen Verknüpfung und einem Schaden beim Anleger oder man stellt darauf ab, dass den Anlegern die Insiderinformation vorenthalten worden ist, was aber zu einer Anknüpfung an die Verletzung einer Offenlegungspflicht seitens des Insiders führen würde und nicht, dass ein Insidergeschäft durchgeführt wurde.<sup>299</sup> Individualinteressen werden somit in den meisten Fällen nicht durch Insidergeschäfte tangiert sondern durch verletzte Mitteilungspflichten,

---

begrenzte Ausnahme wird man den Fall heranziehen können, in dem das gesetzte Limit äußerst knapp neben dem unbeeinflussten Kurs liegt, damit die durch das Insidergeschäft marginale Kursänderung erheblich wird, *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot, S. 104. Vgl. auch *Tippach*, Insiderhandelsverbot, S. 60.

<sup>293</sup> So *Manne*, Insider Trading, S. 60.

<sup>294</sup> *Pfister*, ZGR 1981, 318, 341.

<sup>295</sup> So *Grunewald*, ZBB 1990, 128, 129, die weitergehend darauf abstellt, dass diese Marktteilnehmer aufgrund des richtig antizipierten Kursverlaufs aller Voraussicht nach einen größeren Gewinn machen werden.

<sup>296</sup> *Kirchner*, Zivilrechtliche Sanktionen, S. 672.

<sup>297</sup> *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot, S. 212.

<sup>298</sup> *von Stebut*, DB 1974, 613, 618.

<sup>299</sup> *Kirchner*, Zivilrechtliche Sanktionen, S. 672 ff.

weshalb das Problem von der Insider- auf die Ad-Hoc-Ebene bzw. in den Bereich der vorvertraglichen Aufklärungspflicht verlagert wird.<sup>300</sup>

An dieser Stelle könnte man überlegen, ob man entsprechend der US-amerikanischen „disclose or abstain“ Pflicht, dem Insider statt eines völligen Insiderhandelsverbots eine Informationspflicht auferlegt. Vorteil einer derartigen Regelung wäre die Überwindung der Kausalitäts- und Zurechnungsprobleme. Soweit der Insider seine Informationen mitgeteilt hätte, wäre es nicht zu dem nachteiligen Geschäft für den Anleger gekommen. Die grundsätzliche Konstruktion einer derartigen Informations- oder Treuepflicht ist unproblematisch, entspricht sie doch im Wesentlichen den allgemeinen Schutz- und Treuepflichten aus dem Schuldrecht. Problematisch ist indes die Ausrichtung dieser Informationspflicht, da sie nur für einen Primärinsider in Betracht käme; dem Sekundärinsider fehlt hingegen das besondere Verhältnis zum Unternehmen oder zu den Aktionären.<sup>301</sup> Darüber hinaus kollidiert eine Informationspflicht mit der Treuepflicht des Aktionärs, die es verbietet, gewisse Informationen zu veröffentlichen und somit die Gesellschaft zu schützen.<sup>302</sup> Auch ein Verbot, mit kurserheblichen Informationen Wertpapiergeschäfte zu tätigen, lässt sich nicht aus einer gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht herleiten. Wie bereits erörtert, entstehen der Gesellschaft keine und den Anlegern nur in den seltensten Fällen Schäden. Soweit aber keine Schäden zu befürchten sind, ist ein Insiderhandelsverbot hieraus nicht gerechtfertigt.<sup>303</sup>

An dieser Stelle lässt sich festhalten, dass das Insiderrecht seinen Schwerpunkt im Funktionsschutz des Marktes und im Schutz der überindividuellen Anlegerinteressen findet; der Individualschutz ist aber auf dieser Ebene nicht anzusiedeln.

Trotzdem erfährt der Individualschutz mittelbare Unterstützung. Eine wesentliche Funktion des Marktes ist die Zusammenführung und ein möglichst effizientes Ausgleichen von Kapitalangebot und Nachfrage des Anlegerpublikums. Dieser Marktfunktion dient die strafbewehrte Unterbindung von Anlegerinteressen als vertrauensbildende Maßnahme für das Funktionieren des Marktes, das von einem ausreichen-

---

<sup>300</sup> Dies kann aber nur im Fall eines Primärinsiders gelten, da nur diesen auch eine Ad-hoc Pflicht treffen kann.

<sup>301</sup> Aus diesem Grund wurde im US-amerikanischen Insiderecht die spezialgesetzliche Haftungsvorschrift Section 20A SEA erlassen, damit beide Insidertypen erfasst werden.

<sup>302</sup> Hausmaninger, Insider Trading, S. 104.

<sup>303</sup> Vgl. hierzu Hopt, ZGR 1991, 17, 68, sowie Lutter, ZHR 153 (1989), 446, 458, die die Möglichkeit erörtern, dass Insiderhandel einen gesellschaftsrechtlichen Treuepflichtverstoß darstellen könnte.

den Angebot und einer entsprechenden Nachfrage abhängt.<sup>304</sup> Damit wird aber zugleich das Individualinteresse des einzelnen Anlegers an einem integeren und liquiden Markt geschützt, um dort einen fairen Wertpapierhandel führen zu können.<sup>305</sup>

## **(2) Theoretische Grundlagen zur Ad-hoc-Publizität**

Wie so viele kapitalmarktrechtliche Grundlagen und Theorien, gelten auch im Bereich der Ad-hoc-Publizität die USA als Mutterland strenger Publizitätspflichten für börsennotierte Unternehmen. Bereits in den dreißiger Jahren wurden dort die Grundsätze der Ad-hoc-Publizität in die Gesetzgebung eingebettet, während in Europa erst 1979 eine gemeinschaftsweite Publizitätspflicht<sup>306</sup> eingeführt wurde und in Deutschland erst seit 1995 eine funktionierende Regelung existiert.<sup>307</sup> Grundgedanke der Ad-hoc-Regelungen ist eine umfassende Informationsversorgung der Kapitalmärkte mit allen für die Wertpapierbewertung relevanten Informationen. Hintergrund dieses von der disclosure philosophy getragenen Anlegerschutzes ist die Überlegung, dass unzureichende oder falsche Informationen nicht nur den Schutz des einzelnen Anlegers schwächen, sondern auch die Funktionsfähigkeit des gesamten Kapitalmarktes gefährden können.<sup>308</sup> Die in den USA geführte (und immer noch nicht abgeschlossene) Diskussion um die Legitimation von Publizitätspflichten hat gezeigt, dass zwingende Publizitätsvorschriften notwendig sind, um betrügerische Aktivitäten auf dem Kapitalmarkt zu verhindern und eine korrekte Bildung der Wertpapierpreise zu fördern.<sup>309</sup>

Grundsätzlich gilt im Bereich des Gemeinschaftsrechts, dass durch eine großzügige Transparenz Informationsasymmetrien insoweit abgebaut werden, als den Marktteilnehmern ein vergleichbares Maß an Informationen als Ausgangsbasis zur Verfügung gestellt wird.<sup>310</sup> Hiermit wird eine Förderung des Wettbewerbs um die Informationsverarbeitung und –transformation zwischen den Marktteilnehmern erreicht.

Ausgangspunkt für die Einführung der Ad-hoc-Publizität war die Ausfüllung der Publizitätslücke, die zwischen dem Halbjahresbericht und dem Jahresabschluss verblieben ist.<sup>311</sup> Insofern kam der Publizitätspflicht in diesem Bereich eine hohe Bedeutung

---

<sup>304</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht S. 1146.

<sup>305</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht S. 1146.

<sup>306</sup> Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG, ABl. 1979 Nr. L 66, S. 21.

<sup>307</sup> *Schulte*, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 115.

<sup>308</sup> *Hopt*, ZGR 1980, 224, 235 ff; *Schulte*, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 115.

<sup>309</sup> *von Klitzing*, Ad-hoc-Publizität, S. 27, der im Einzelnen die Diskussion anhand der verschiedenen Argumentationsansätze – freiwillige oder zwingende Publizitätsvorschriften – darstellt.

<sup>310</sup> *Heinze*, Kapitalmarktrecht, S. 94.

<sup>311</sup> *Heinze*, Kapitalmarktrecht, S. 277.

zu, da hierdurch das Erreichen einer möglichst vollständigen Transparenz ermöglicht werden konnte. Diese Funktion hatte sie bereits mit Einführung der Börsenzulassungsrichtlinie.<sup>312</sup>

Neben der Informationsergänzung dient die Ad-hoc-Publizität dazu, durch eine möglichst frühzeitige Veröffentlichung von relevanten Informationen dem Insiderhandel die Grundlage zu entziehen. Sie soll als insiderrechtliche Präventivmaßnahme dienen. Wie die Erfahrungen aus den Vereinigten Staaten von Amerika gezeigt haben, erweist sich eine ausgewogene Ad-hoc-Publizitätspflicht als das beste präventive Korrelat jedes Insiderhandelsverbotes, denn die Publizierung der Insiderinformation lässt den gesamten Markt daran partizipieren und entzieht dem Insiderhandel damit den Boden.<sup>313</sup> Die Einführung der Ad-hoc-Publizität über Art. 7 der Insiderrichtlinie wurde mit der Bedeutung für die Unterbindung des Insiderhandels begründet.<sup>314</sup> Mit Verkürzung des Zeitraumes durch eine zeitnahe Veröffentlichung, in dem eine Information wegen ihrer begrenzten Bekanntheit als Insiderinformation gelten könne, sei die Verhütung des Insiderhandels nach Ansicht der Kommission am besten gewährleistet.<sup>315</sup> Die Ad-hoc-Publizitätspflicht steht somit unmittelbar im Zusammenhang mit dem Insiderrecht, da veröffentlichtes Insiderwissen nicht mehr missbraucht werden kann.<sup>316</sup> Auch die Aufnahme der Ad-hoc-Publizität in die Insiderrichtlinie, wenn auch nur in Form einer Rechtsverweisung zeigt, dass die europäischen Rechtsetzungsorgane Insiderhandel nicht nur repressiv bekämpfen, sondern schon durch präventive Maßnahmen von Beginn an ausschließen, zumindest aber erschweren wollen.<sup>317</sup> Folglich dient die Ad-hoc-Publizität zum einen dem Funktionsschutz des Marktes. Die Ad-hoc-Publizität soll die Bildung unangemessener Marktpreise verhindern, die durch Informationsdefizite entstehen.<sup>318</sup> Anders ausgedrückt sorgt die Ad-hoc-Publizität dafür, dass durch eine schnelle und umfassende Verbreitung preisrelevanter Informationen eine angemessene Preisbildung erfolgt.<sup>319</sup>

Daneben dient aber die Ad-hoc-Publizität als kapitalmarktrechtliche Informationspflicht auch dem institutionellen und dem individuellen Anlegerschutz, denn es muss

---

<sup>312</sup> Vgl. zu den Einzelheiten von *Klitzing*, Ad-hoc-Publizität, S. 47.

<sup>313</sup> *Schulte*, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 70; *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht, S. 175, *Assmann*, ZGR 1994, 494, 528.

<sup>314</sup> *von Klitzing*, Ad-hoc-Publizität, S. 48.

<sup>315</sup> DOK KOM (87), 111 endg., ABl. C 153 vom 11/06/1987 S. 8.

<sup>316</sup> *Möllers*, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 44.

<sup>317</sup> *Yi*, *Anlegerschutz*, S. 119; *von Klitzing*, Ad-hoc-Publizität, S. 48.

<sup>318</sup> *Möllers*, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 45.

<sup>319</sup> *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 393.

dem Anleger ermöglicht werden, eine eigenverantwortliche Investitionsentscheidung zu treffen.<sup>320</sup> Grundsätzlich gilt, „Emptor curiosus esse debet“, jeder muss also die für ihn wesentlichen Informationen selbst beschaffen. Allerdings kann dieser Grundsatz nur solange herangezogen werden, als eine Partei in der Lage ist, sich alle relevanten Informationen selbst zu beschaffen. Dies ist im Bereich der Wertpapiere gerade nicht möglich, denn Wertpapiere sind im Gegensatz zu den üblichen Handelsgütern sog. Vertrauensgüter, d.h. der Anleger kann sich nicht von der Werthaltigkeit der Papiere überzeugen.<sup>321</sup> Somit herrscht ein Informationsdefizit beim Anleger, dem das Wissen des Unternehmens gegenübersteht. Der individuelle Anlegerschutz zielt aber gerade darauf ab, dass der einzelne Anleger eine möglichst optimale Anlageentscheidung zu treffen vermag und die Möglichkeit hat, die getroffene Entscheidung zu korrigieren. Eine rationale Anlageentscheidung ist aber nur möglich, wenn der Anleger ausreichend Informationen über das Wertpapier hat. Dazu ist er auf die Informationen des Unternehmens angewiesen. Über den Individualschutz wird aber auch der institutionelle Anlegerschutz gesichert, da durch eine geregelte Informationspflicht das Vertrauen in die Märkte steigt.<sup>322</sup> Verkürzt gesagt, verhält es sich demnach so, dass der Markt – in Abhängigkeit von seiner Effizienz – neue Informationen unverzüglich aufnimmt und in eine Änderung des Kurses des Wertpapiers umsetzt. Daraus folgt, dass im (theoretischen) Idealfall – wenn also sämtliche kurserheblichen Informationen öffentlich zugänglich sind – der Kurs des Papiers seinem wahren Wert entspricht, soweit Informationen jedoch fehlen, wahrer Wert und tatsächlicher Kurs auseinander fallen.<sup>323</sup> Die Folge bei einem Verstoß gegen die Veröffentlichungspflicht ist ein Informationsdefizit, die Kursbildungsfunktion wird gestört und es erfolgt eine Fehlbewertung der Papiere. Im Gegensatz zu den Insidergeschäften erleiden die Investoren auf jeden Fall einen Vermögensschaden, da sie entweder überbewertete Papiere kaufen oder unterbewertete Papiere verkaufen. Der Schaden liegt somit in der Differenz zwischen dem tatsächlich gezahlten oder erhaltenen Preis und dem wahren Wert des Papiers,<sup>324</sup> weshalb der Ad-hoc-Publizität eine ganz besondere Funktion beim Individualschutz zukommt.

---

<sup>320</sup> Möllers, ZGR 1997, 334, 338.

<sup>321</sup> Möllers, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 41.

<sup>322</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen unter S. 26 ff.

<sup>323</sup> Steinhauer, Insiderhandelsverbot, S. 130.

<sup>324</sup> Steinhauer, Insiderhandelsverbot, S. 222 ff.

### **(3) Der Anlegerschutz in der Insiderrichtlinie und der Börsenzulassungsrichtlinie**

Mit der Verabschiedung der Richtlinie zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte durch den Rat der EG am 13.11.1989 ist ein Schlusstrich unter langwierige und zähe Verhandlungen über die Frage gezogen worden, auf welche Weise Insidergeschäften auf EG-Ebene am besten begegnet werden soll.<sup>325</sup> Die Kommission hat die Insiderrichtlinie als unerlässliche Ergänzung der bereits erlassenen und geplanten Richtlinien im Bereich des Börsen- und Kapitalmarktrechts bezeichnet.<sup>326</sup> Die Richtlinie regelt einerseits ein gemeinschaftsweites Verbot von Insideraktivitäten, andererseits wurde die Ad-hoc-Publizität in den Maßnahmenkatalog gegen den Insiderhandel eingebaut. Diese Implementierung beruht auf der Erkenntnis, dass Insiderregelungen umfassend gestaltet sein müssen und somit auch auf die Publizitätsvorschriften für die börsennotierten Gesellschaften einzugehen haben.<sup>327</sup> Im Grundsatz waren sich die Mitgliedstaaten darüber einig, dass Insiderhandel, verstanden als die Ausnutzung kursrelevanter Informationsvorsprünge an der Börse, durch geeignete Maßnahmen unterbunden werden müsse. Dies geschah vor dem Hintergrund des einhellig geforderten Schutz des Anlegervertrauens und der Funktionsfähigkeit des Sekundärmarktes.<sup>328</sup> Uneinig war man hingegen über den Umfang der zu ergreifenden Sanktionen. War die Mehrzahl der Mitgliedstaaten für eine strafrechtliche Sanktionierung, sollte nach den Vorstellungen der Bundesrepublik ein freiwilliger Verhaltenskodex mit zivilrechtlichen Sanktionen favorisiert werden. So sah die Stellungnahme zu dem Vorschlag des Rates für die Richtlinie in Art. 11 Abs. 3 noch zivilrechtliche Sanktionen vor.<sup>329</sup> Diese Vorschläge wurden aber im endgültigen Richtlinien text nicht berücksichtigt. In der Rechtsfolge sollten die Mitgliedstaaten im Einzelnen selbst festlegen, wie Verstöße gegen die aufgrund der Richtlinie erlassenen Vorschriften geahndet werden sollten. Diese Sanktionen mussten allerdings so weit gehen, dass sie einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung dieser Vorschriften darstellten.

#### **(a) Analyse der Erwägungsgründe**

---

<sup>325</sup> Schrödermeier/Wallach, EuZW 1990, 122 ff.

<sup>326</sup> DOK KOM (87) 111 eng., ABl. Nr. C 153 vom 11/06/1987 S. 8.

<sup>327</sup> Hopt, ZGR 1991, 17, 29.

<sup>328</sup> Schrödermeier/Wallach, EuZW 1990, 122 ff.

<sup>329</sup> Stellungnahme zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte 88/C35/10, ABl. Nr. C135 vom 11.06.1987, S. 7.



Die Erwägungsgründe existieren aufgrund der Pflicht zur jeweiligen Begründung der Richtlinie, vgl. Art. 253 EGV. Bei der Auslegung haben sie, wie der Blick auf die Praxis zeigt, ein besonderes Gewicht,<sup>330</sup> so dass hier eine Exegese der einzelnen Erwägungsgründe zwingend notwendig ist.

### Die Erwägungsgründe zur Insiderrichtlinie

Beim Studium der Erwägungsgründe zur Insiderrichtlinie fällt im Gesamtkontext besonders auf, dass primär der Funktionsschutz der Wertpapiermärkte als geschütztes Rechtsgut im Vordergrund steht und der Anlegerschutz lediglich als reines Instrument zur Zielerreichung dient.<sup>331</sup> Es wird darauf verwiesen, dass der Sekundärmarkt seine Funktion nur erfüllen könne, wenn für dessen reibungsloses Funktionieren alle zweckdienlichen Maßnahmen getroffen werden. Die Funktionstüchtigkeit hänge im Besonderen vom Anlegervertrauen ab, das auf der gegebenen Zusicherung beruhe; alle Anleger seien gleichgestellt und würden vor der unberechtigten Verwendung von Insiderinformationen geschützt. Da die Insidergeschäfte für bestimmte Anleger mit Vorteilen gegenüber anderen Anlegern verbunden seien, könnten sie dieses Vertrauen gefährden und somit das reibungslose Funktionieren des Marktes beeinträchtigen. Folglich seien die notwendigen Maßnahmen zu treffen, um die betreffenden Geschäfte zu bekämpfen. In einigen Mitgliedstaaten gebe es keine Vorschriften, die die Insidergeschäfte untersagen, und zwischen den Vorschriften der Mitgliedstaaten bestünden deutliche Unterschiede. Demnach sei es angezeigt, auf Gemeinschaftsebene koordinierte Vorschriften auf diesem Gebiet zu erlassen.

Die Erwägungsgründe sind sehr allgemein gehalten, sprechen sie doch nur von einer Zusicherung für die Anleger und zu treffende Maßnahmen, ohne aber bereits eine nähere Ausgestaltung vorzunehmen. Aus den Erwägungsgründen ergibt sich somit hinsichtlich der Rechtsfolgenseite der Richtlinie keine direkt verwertbare Aussage, außer dem Hinweis, dass Insidergeschäfte zu bekämpfen sind und hierdurch das Anlegervertrauen zu stärken ist. Es wird in erster Linie auf den Vertrauensschutz hingewiesen, der bei den Anlegern durch die Zusicherung der Gleichbehandlung erreicht werden soll. Daneben soll das Anlegervertrauen gestärkt werden, indem die Anleger gegen Insidergeschäfte geschützt werden. Diese Aussage ist insofern inte-

---

<sup>330</sup> Heß, Die Umsetzung, S. 85.

<sup>331</sup> Vgl. auch Caspari, ZGR 1994, 530, 533.

ressant, als es eigentlich nicht der Anleger selbst ist, der durch die Verwendung der Insiderinformation einen Schaden davonträgt, sondern der Markt, der bei Vertrauensverlust durch Insiderhandel Einbußen hinnehmen muss.<sup>332</sup> An dieser Stelle scheinen die Erwägungsgründe ungenau formuliert worden zu sein. Dies ergibt sich wohl aus der Tatsache, dass der Funktionsschutz in den Erwägungsgründen als Primärziel genannt wird. Man wird daher an dieser Stelle von *Klitzing* widersprechen müssen, der sowohl den individuellen als auch den allgemeinen Anlegerschutz bereits aufgrund der Formulierung der Erwägungsgründe als Richtlinienziel einstuft.<sup>333</sup> Insbesondere der fünfte Erwägungsgrund der Richtlinie spiegelt seiner Ansicht nach den Individualanlegerschutz wider, indem hier die Begriffe „Anleger“ und „schützen“ verwendet werden. Dabei wird aber übersehen, dass der Anlegerschutz im Bereich des Insiderrechts nur zur Sicherung des Funktionsschutzes dient.<sup>334</sup> Es ist sicher richtig, dass ein Funktionsschutz ohne den Schutz der gegenwärtigen und potentiellen Anleger nicht möglich ist. So gesehen ist der Anlegerschutz hier ein reiner Rechtsreflex.<sup>335</sup> Dies ergibt sich eindeutig aus dem dritten und vierten Erwägungsgrund, wo der Funktionsschutz, flankiert durch den Anlegerschutz, ein Ziel der Richtlinie darstellt. Nichtsdestotrotz ist auch der Anlegerschutz in seinen beiden Zielrichtungen Inhalt der Richtlinie, wie sich zwingend aus dem Telos ergibt. Einige Stimmen in der Literatur bestreiten dies zwar mit dem Argument, aus dem Gesamtkontext der Erwägungsgründe lasse sich kein Individualschutz ableiten. Darüber hinaus bestehe gar keine Notwendigkeit, spezialgesetzlichen Anlegerschutz zu etablieren, da der Anleger im Insiderrecht nur selten einen eigenen Schaden durch den Insiderhandel erleidet.<sup>336</sup> Hiernach liegt der Schwerpunkt der Richtlinie im Funktionsschutz des Marktes. Dass dieser Argumentation nicht zu folgen ist, ergibt sich aus zwei Überlegungen: Zum einen ist nicht verständlich, weshalb ein richtlinienübergreifendes Prinzip plötzlich für eine einzelne Richtlinie nicht mehr gelten soll,<sup>337</sup> zumal sich der An-

---

<sup>332</sup> *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1162.

<sup>333</sup> *von Klitzing*, Ad-hoc-Publizität, S. 52.

<sup>334</sup> Vgl. hierzu auch *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1202.

<sup>335</sup> Zu der Verknüpfung aber auch zur Differenzierung von Individual- und Gesamtanlegerschutz nochmals ausführlich *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 1142 ff; vgl. auch *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, 487 ff.

<sup>336</sup> So auch *Caspari*, ZGR 1994, 530, 533; *Grunewald*, ZBB 1990, 128, 133.

<sup>337</sup> *Möllers*, in *Möllers/Rotter*, Ad-hoc-Publizität, S. 38 sieht in dem Individualschutz und dem Funktionsschutz gleichberechtigte Ziele und fasst dies unter dem Begriff des Zieldualismus zusammen. Eine Analyse einzelner Richtlinien sowie der Vergleich mehrerer Rechtsordnungen untermauert diese Ansicht, da Individual- und Institutionenschutz gleichberechtigt nebeneinander gestellt werden; i. E. ebenso *Hopt*, Kapitalanlegerschutz S. 334 ff; *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 305 ff.

legerschutz als einheitliches Prinzip durch alle Kapitalmarktrichtlinien zieht.<sup>338</sup> Zum anderen ist auch die Ad-hoc-Publizität Bestandteil der Richtlinie.<sup>339</sup> Wie gezeigt, beinhaltet diese auch oder gerade den Individualschutz, was dessen Erwähnung in den Erwägungsgründen über die Funktion eines Rechtsreflexes hinaus rechtfertigt. Dass dieser hier nicht mehr zum Tragen kommen soll, ist ebenso wenig verständlich. Sieht man also eine Interdependenz zwischen beiden Richtlinienzielen – effiziente Funktionstüchtigkeit des Kapitalmarktes durch Anlegervertrauen, wiederum abhängig von Schutz vor Täuschung und Missbrauch – so kann nur die Untrennbarkeit von Funktionsschutz und individuellem Anlegerschutz bejaht werden, womit der Anlegerschutz als gleichberechtigtes Ziel aus den Erwägungsgründen hervorgeht.

Die Erwägungsgründe zur Börsenzulassungsrichtlinie

#### (b) Darstellung der Richtlinientexte

##### Das Informationssystem

Dem Insiderhandelsverbot wurde mit der Eingliederung der Ad-hoc-Publizität eine flankierende Maßnahme zur Seite gestellt. Diese besagt, dass die im Anhang, Schema C Ziffer 5 Buchstabe a) der Börsenzulassungsrichtlinie vorgesehenen Bestimmungen auch für Gesellschaften und Unternehmen gelten, deren Wertpapiere unabhängig von ihrer Art auf einem Markt im Sinne von Art. 1 Zif. 2 letzter Satzteil der vorliegenden Richtlinie zum Handel zugelassen sind. Hieraus ergibt sich, dass sich kein eigener Publizitätstatbestand in Art. 7 befindet, sondern nur eine Verweisung auf die Ad-hoc-Publizität der Börsenzulassungsrichtlinie. Dies basiert aber auf dem Hintergrund, dass eine ursprüngliche selbständige Publizitätsregelung in der Insiderrichtlinie auf die Kritik des Wirtschafts- und Sozialausschusses gestoßen ist.<sup>340</sup> Zur Begründung wurde angeführt, dass eine von der Börsenzulassungsrichtlinie unabhängige Regelung wichtige Beschränkungen nicht enthalte und somit über die Regelung in der Börsenzulassungsrichtlinie hinausgehe. Daher wurde in die endgültige Fassung der Richtlinie die Verweisung auf Schema C, Nr. 5a der Börsenzulassungsrichtlinie übernommen.<sup>341</sup>

---

<sup>338</sup> von Klitzing, Ad-hoc-Publizität, S. 52.

<sup>339</sup> Vgl. zu den Details die nachfolgenden Ausführungen zum Informationssystem der Richtlinie.

<sup>340</sup> Der ursprüngliche Vorschlag findet sich bei von Klitzing, Ad-hoc-Publizität, S. 41, Fn. 184, sowie weitere Hinweise zur Kritik an der vorgeschlagenen Formulierung.

<sup>341</sup> Eine ausführliche Darstellung des Werdegangs der Richtlinie findet sich bei Hausmaninger, Insider Trading, S. 248 ff.

Schema C Ziffer 5a der Börsenzulassungsrichtlinie schreibt vor, dass die Gesellschaft das Publikum unverzüglich über neue erhebliche Tatsachen in Kenntnis setzen muss, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten und die der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind, aber wegen ihrer Auswirkung auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf zu einer beträchtlichen Änderung ihrer Aktienkurse führen können. Wenn die Verbreitung bestimmter Informationen geeignet ist, den berechtigten Interessen der Gesellschaft zu schaden, können die zuständigen Stellen jedoch die Gesellschaft von dieser Pflicht entbinden.

Mit der Regelung in Art. 7 wurde zunächst der Anwendungsbereich der Veröffentlichungspflicht von Aktien, Schuldverschreibungen und diesen ähnlichen Papieren auf alle Arten von Wertpapieren, die zum Handel an der Börse zugelassen sind, erweitert.<sup>342</sup> Darüber hinaus erstreckte sich die Ad-hoc-Publizität, im Gegensatz zur Börsenzulassungsrichtlinie, auch auf die Wertpapiere, die an anderen als den amtlichen Märkten gehandelt werden.<sup>343</sup> Durch diese Erweiterung gilt die Ad-hoc-Publizität nunmehr in allen staatlich reglementierten und überwachten und der Öffentlichkeit direkt oder indirekt zugänglichen Börsenmarktsegmenten.<sup>344</sup> Art. 7 klammert darüber hinaus auch weitere Mindestanforderungen, wie z.B. Mindestgröße einer Gesellschaft oder Mindestbetrag einer Schuldverschreibung, entgegen der Regelung der Börsenzulassungsrichtlinie aus, soweit die Wertpapiere auf einem geregelten Markt gehandelt werden.<sup>345</sup>

Allerdings ist die Regelung in Schema C Ziffer 5a der Börsenzulassungsrichtlinie in vielen Punkten auslegungsbedürftig. Dabei sei vorausgeschickt, dass die Bestimmungen im Lichte der Insiderrichtlinie auszulegen sind, da Art. 7 es nicht bezweckt, den Anwendungsbereich der Börsenzulassungsrichtlinie auszudehnen, sondern die Bestimmungen in der Börsenzulassungsrichtlinie entsprechend dem Anwendungsbereich der Insiderrichtlinie anzupassen.<sup>346</sup>

Die Bestimmungen in Schema C Ziffer 5a verwenden sowohl den Tatsachen- als auch den Informationsbegriff, wobei nach wohl h.M. der Begriff der „Tatsache“ dem

---

<sup>342</sup> Vgl. Art. 1 Abs. 2a der Insiderrichtlinie, der u.a. als Anwendungsbereich Aktien und Schuldverschreibungen sowie Effekten, die mit Aktien und Schuldverschreibungen vergleichbar sind, anführt und Art. 7, der nunmehr nur noch von Wertpapieren spricht.

<sup>343</sup> So z.B. dem „second marché“ in Frankreich, dem „mercato ristretto“ in Italien oder dem „unlisted securities market“ im Vereinigten Königreich.

<sup>344</sup> Hopt, ZGR 1991, S. 17, 50.

<sup>345</sup> von Klitzing, Ad-hoc-Publizität, S. 42.

<sup>346</sup> Hausmaninger, Insider Trading, S. 250.

Begriff der „Information“ vorzuziehen ist.<sup>347</sup> Dies ergibt sich bereits aus der Systematik der Börsenzulassungsrichtlinie, ferner auch bei historischer und systematischer Auslegung.<sup>348</sup> Zwar wird bei der Regelung der Befreiungsmöglichkeit von der Veröffentlichungspflicht der Begriff der Verbreitung „bestimmter Informationen“ verwandt, während bei der Regelung der Veröffentlichungspflicht von „neuen erheblichen Tatsachen“ gesprochen wird. Es muss aber die Veröffentlichungspflicht hinsichtlich ihres Umfangs mit der Befreiungsmöglichkeit übereinstimmen. Daher gilt zu beachten, dass der Begriff der „Information“ zwar weiter ist, als der Begriff der „Tatsache“, notwendige Voraussetzung für die Befreiung durch die Aufsichtsbehörde ist jedoch das Bestehen einer Veröffentlichungspflicht.<sup>349</sup>

Darüber hinaus muss die zu veröffentlichte Tatsache „neu“ und „erheblich“ sein. Dem Merkmal „neu“ wird allgemein keine große Bedeutung beigemessen, weil es sich bei der publizitätspflichtigen Tatsache meist auch um eine neue Tatsache handeln wird.<sup>350</sup> Darüber hinaus wird auch dem Begriff der Erheblichkeit keine allzu große Bedeutung beigemessen, da eine veröffentlichungspflichtige Tatsache immer dann erheblich ist, wenn dadurch der Aktienkurs nicht unerheblich beeinflusst werden kann. Erheblichkeit und Kursrelevanz sind somit untrennbar miteinander verbunden. Beide Adjektive dienen lediglich dazu, nicht kursrelevante Unternehmensereignisse aus der Ad-hoc-Publizität herauszufiltern.<sup>351</sup>

Die Tatsache muss ein derartiges Kursbeeinflussungspotential haben, dass sie zu einer „erheblichen“ Änderung der Kurse führen kann. Dabei wird ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential dann vorliegen, wenn eine hinreichende Wahrscheinlichkeit dafür besteht, dass ein vernünftiger Investor die in Frage stehende Tatsache

---

<sup>347</sup> von Klitzing, Ad-hoc-Publizität, S. 67 ff.

<sup>348</sup> Vgl. zu den einzelnen Auslegungsergebnissen im einzelnen Schulte, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 66, insbesondere in der historischen Auslegung die auf die Arbeit der Segré-Kommission eingeht, deren Arbeit durch das US-amerikanische Kapitalmarktrecht beeinflusst wurde, in welchem zu dieser Zeit allein objektiv verifizierbare Tatsachen maßgeblich waren.

<sup>349</sup> Die US-amerikanische Publizitätspflicht bezog sich ursprünglich nur auf (objektiv nachprüfbare) Tatsachen, eine Prognosenveröffentlichung wurde erst später zugelassen, eine Pflicht Prognosen zu veröffentlichen bestand und besteht nicht. Auch das Argument der grammatikalischen Auslegung lässt auf keine andere Auslegung deuten, da Schema C Ziffer 5a von Tatsachen spricht, die „eingetreten sind“, was aber auf Prognosen nicht zutreffen kann.

<sup>350</sup> von Klitzing, Ad-hoc-Publizität, S. 69.

<sup>351</sup> So von Klitzing, Ad-hoc-Publizität, S. 69; Schulte, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 66; a. A. Schwarze in Baetge, Ad-hoc-Publizität und die Problematik der Notierungsaussetzung, S. 100, der als „erhebliche“ Tatsachen solche ansieht, die in den Lagebericht aufgenommen werden müssten und denen somit ein beträchtliches Gewicht beizumessen sei. Die Aufnahme in den Lagebericht lasse sich aber nur am Merkmal der „Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf“ festmachen.

als bedeutend für seine Anlageentscheidung einstufen würde; eine lediglich als interessant einzustufende Tatsache ist hiernach nicht ausreichend.<sup>352</sup>

Schließlich bedarf es für die Veröffentlichungspflicht der Voraussetzung, dass die Tatsache der „breiten Öffentlichkeit“ nicht bekannt ist. Ein Blick auf Art. 17<sup>353</sup> der Börsenzulassungsrichtlinie, der die Veröffentlichungsmodalitäten regelt, zeigt, dass es bei der Veröffentlichung auf die Möglichkeit der Kenntnisnahme durch die Öffentlichkeit ankommt, da die neue Tatsache dem Publikum durch Veröffentlichung in einer oder mehreren Tageszeitungen, welche im gesamten Staatsgebiet oder zumindest in den meisten Teilen Verbreitung finden, oder mit anderen gleichwertigen Mitteln „zugänglich gemacht werden muss“. Als „Publikum“ ist in diesem Zusammenhang die allgemeine Öffentlichkeit und nicht die sog. Bereichsöffentlichkeit gemeint, die erreicht werden muss, damit auch potentielle Kleinanleger informiert werden.<sup>354</sup>

Hinsichtlich der „Unverzüglichkeit“ bleibt anzumerken, dass dieser Begriff unter einem objektiven Maßstab auszulegen ist. Dies ergibt sich aus einer Wortinterpretation der deutschen Sprachfassung, sowie einer teleologischen und systematischen Auslegung des Art.s 7. Zwar setzt § 121 Abs.1 BGB „unverzüglich“ mit „ohne schuldhaftes Zögern“ gleich, aber zum einen sieht Schema C keinen subjektiv nutzbaren Zeitraum vor und zum anderen soll die Information möglichst rasch veröffentlicht werden, was durch eine subjektive Lagebeurteilung im Gegensatz zu einer objektiven Beurteilung aber verzögert werden könnte.<sup>355</sup>

Unklar ist letztlich auch noch, was sog. „berechtigte Interessen“ sind. Auch hier macht der Gemeinschaftsgesetzgeber keine Vorgaben. Die Ausnahmeregel ist in den Gesetzestext aufgenommen worden, um Unternehmen zu schützen, die sich in Liquidationsschwierigkeiten befinden und für die sich eine Veröffentlichung negativ

---

<sup>352</sup> So *Schulte*, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 68 mit dem Verweis auf TSC Industries, Inc. V. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449, 96, S. Ct. 2126, 2132, 48 L.Ed.2d 757 (1976). Damit wird auch einer Ansicht in der Literatur widersprochen, die als „erhebliche Tatsache“ nur solche Ereignisse einstufen will, die etwa die Tragweite einer Unternehmensübernahme haben.

<sup>353</sup> Zwar wird Artikel 17 der Börsenzulassungsrichtlinie von Artikel 7 nicht unmittelbar erfasst, allerdings ist dieser im Rahmen der systematischen Auslegung heranzuziehen. Kernaussage ist hierbei, dass Informationen möglichst rasch verbreitet werden müssen, um Informationsmissbrauch zu vermeiden, vgl. hierzu *Hausmaninger*, Insider Trading, S. 252.

<sup>354</sup> So auch *Schulte*, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 68, der allerdings hierfür keine Begründung anführt. Es kann aber aus der teleologischen Auslegung kein anderer Schluss gezogen werden, da der Individualschutz sonst unterlaufen würde, was dann aber nicht mehr mit den Richtlinienzielen übereinstimmt.

<sup>355</sup> *Hausmaninger*, Insider Trading, S. 253 ff.

auf das Sanierungskonzept auswirken könnte.<sup>356</sup> Man wird hierunter insbesondere solche Geschäftsgeheimnisse zu verstehen haben, die einer Insiderinformation entsprechen, deren unverzügliche Veröffentlichung dem Emittenten schaden könnte.<sup>357</sup>

Obwohl es von der Theorie des Insiderrechts her einleuchtet, den Individualschutz auszuklammern und nur den gesamten Anlegerschutz als Mittel zum Zweck heranzuziehen, ist das Ergebnis aber insoweit erstaunlich, da die Richtlinie mit ihrem Verweis in Art. 7 auf die im Anhang, Schema C Ziffer 5 Buchstabe a) der Richtlinie 79/279/EWG<sup>358</sup> vorgesehenen Bestimmungen verweist, der die individualschützende Ad-hoc-Publizität statuiert.<sup>359</sup> Der Gemeinschaftsgesetzgeber hatte zwar erkannt, dass Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität in Wechselwirkung zueinander stehen, dem Individualschutz als möglichem flankierendem Schutzinstrument an dieser Stelle jedoch nicht einen übermäßig großen Stellenwert beigemessen.

#### Das Verbotssystem

Im Vordergrund der Maßnahmen zur Bekämpfung des Insiderhandels steht das Verbot, Wertpapiergeschäfte unter Ausnutzung von Insiderinformationen zu tätigen. Soweit auch die unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen und die Abgabe von Geschäftsempfehlungen auf deren Grundlage untersagt ist, dient dies lediglich dazu, bereits im Vorfeld die Gefahr des Insiderhandels einzudämmen.<sup>360</sup> Die Insiderrichtlinie enthält in Art. 2 Abs. 1 für Primärinsider und über die Verweisung in Art. 4 für Sekundärinsider das Verbot, unter Ausnutzung der Insiderinformation und in Kenntnis der Sache für eigene oder fremde Rechnung selbst oder indirekt Insiderpapiere zu erwerben oder zu veräußern. Somit wird zunächst auch auf dieser Ebene zwischen Primär- und Sekundärinsider unterschieden.

Es handelt sich bei dem Verbot der Richtlinie um ein grundsätzliches Insiderverbot ohne flankierende Registrierungspflichten.<sup>361</sup> Gemeint ist damit, dass es sich hierbei nicht um ein allgemeines Verbot für Insider handelt, Geschäfte in Papieren ihrer Ge-

---

<sup>356</sup> Vgl. hierzu die Hinweise des Ausschusses für Fragen der Europäischen Gemeinschaften und des Wirtschaftsausschusses, BR-Drucks. 85/76 S. 4 ff.

<sup>357</sup> *Deutsche Börse AG*, WM 1994, 2038, 2047.

<sup>358</sup> Vgl. Fn. 260.

<sup>359</sup> Zur Theorie der Ad-hoc-Publizität mit individualschützendem Ansatz vgl. S. 58 ff.

<sup>360</sup> *Elster*, Kapitalmarktrecht, S. 96.

<sup>361</sup> *Hopt*, ZGR 1991, 17, 41.

sellschaft zu schließen sondern das Verbot, Wertpapiergeschäfte unter Ausnutzung der Insiderinformation zu schließen.<sup>362</sup>

Hinsichtlich des Primärinsiders gelten drei einzelne Tatbestandsmerkmale, nämlich der Erwerb oder die Veräußerung der Insiderpapiere entweder selbst oder indirekt, der Abschluss unter Ausnutzung der Insiderinformation für eigene oder fremde Rechnung und schließlich das Handeln in Kenntnis der Sache. Das erste Tatbestandsmerkmal wurde bewusst weit gefasst, damit auch indirekte Geschäftsabschlüsse darunter fallen. Die Einschaltung von Stroh Männern, Treuhändern und Finanzmittlern hat darauf keinen Einfluss.<sup>363</sup> Erforderlich ist also nur eine wertrechtlich relevante Transaktion, die zu Wertpapierumsätzen führt, wobei ein Vollrechtsübergang nicht zwangsläufig notwendig ist.<sup>364</sup> Das zweite Tatbestandsmerkmal, Ausnutzen der Information, differenziert nicht, ob dies für eigene oder fremde Rechnung geschieht. Der Begriff des Ausnutzens beinhaltet ein Kausalitätsmerkmal als Bindeglied zwischen der Information und der Insiderhandlung.<sup>365</sup> Das dritte Tatbestandsmerkmal, Kenntnis der Sache, erfordert Vorsatz hinsichtlich des Insidergeschäftes.<sup>366</sup>

Ergänzt wird das Verbot für Primärinsider durch die Regelungen in Art. 3 der Richtlinie, die es dem Insider verbieten, die Informationen an Dritte weiterzugeben, sofern dies nicht im üblichen Maße im Rahmen der Berufsausübung oder einer anderen Aufgabe des Insiders geschieht. Darüber hinaus dürfen Primärinsider auch keine auf ihrem Insiderwissen basierende Empfehlung zum Abschluss eines bestimmten Wertpapiers abgeben. Durch das Verbot des sog. „Tippings“ bleibt somit der normale geschäftliche und berufliche Informationsfluss von der Richtlinie unberührt.<sup>367</sup>

Die Verbotstatbestände hinsichtlich der Sekundärinsider, bzw. Tipempfänger<sup>368</sup> sind in Art. 4 geregelt. Dieser verweist auf das Verbot in Art. 2 für diejenigen Personen, die in Kenntnis der Sache über eine Insiderinformation verfügen, die unmittelbar oder

---

<sup>362</sup> Hopt, ZGR 1991, 17, 42.

<sup>363</sup> Hopt, ZGR 1991, 17, 42.

<sup>364</sup> Elster, Kapitalmarktrecht, S. 97, Fn. 390, 391 m.w.N.

<sup>365</sup> Schrödermeier/Wallach, EuZW 122, 124.

<sup>366</sup> Stumpf, EG-Insiderrecht, S. 35; vgl. hierzu insbesondere die weiteren Ausführungen von Hopt, ZGR 1991, 17, 42, der zum einen auf die Ähnlichkeiten mit dem amerikanischen Insiderrecht verweist, zum andern, dass dieses Tatbestandsmerkmal nur Klarstellungsfunktion hat.

<sup>367</sup> Vgl. zu dem Abgrenzungsproblem von beruflichen bzw. geschäftlichen Weitergabebefugnissen und Tipping Hopt, ZGR 1991, 17, 42.

<sup>368</sup> Der Ausdruck Tipempfänger ist eigentlich missverständlich, da zwischen dem Primärinsider, der die Information weitergibt und dem Sekundärinsider kein unmittelbares Verhältnis herrschen muss. Die Anzahl der dazwischen stehenden Mittelsleute ist grundsätzlich irrelevant.



mittelbar nur von einer in Art. 2 genannten Person stammen kann.<sup>369</sup> Hieraus folgt, dass es sich um einen eingeschränkten Grundtatbestand des Insiderhandelsverbotes handelt. Darüber hinaus wird das Verhalten der Sekundärinsider durch die Richtlinie nicht weiter reglementiert. Sie dürfen somit ihr Wissen sanktionslos an Dritte weitergeben oder auf Grundlage der Insiderinformation den Abschluss eines bestimmten Geschäfts empfehlen. Der Sekundärinsider unterliegt also nicht dem Weitergabe- und Empfehlungsverbot aus Art. 3, hingegen sieht Art. 6 vor, dass die einzelnen Mitgliedstaaten die Verbote aus Art. 2 auch auf die Sekundärinsider ausdehnen können.

### Das Sanktionssystem

Hinsichtlich der Sanktionen beschränkte sich die Richtlinie nur auf wenige Vorgaben. Nach Art. 13 hatte jeder Mitgliedstaat selbst festzulegen, wie Verstöße gegen die Vorschriften der Richtlinie zu ahnden waren. Die Sanktionen sollten jedoch soweit gehen, dass sie einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung der Vorschriften gaben. Darüber hinaus konnte jeder Mitgliedstaat strengere Vorschriften als die in dieser Richtlinie vorgesehenen oder zusätzliche Vorschriften erlassen, sofern diese Vorschriften allgemein galten, Art. 6. Eine eindeutige Begrenzung auf bestimmte Sanktionsarten lässt sich aus dem Richtlinien-text nicht entnehmen. Vereinzelt wurde in der Literatur die Meinung vertreten, dass nur eine strafrechtliche bzw. eine Erfassung der Insiderverstöße als Ordnungswidrigkeit den Anforderungen der Richtlinie Rechnung tragen würde.<sup>370</sup> Insofern wurde auch in der Literatur die Frage gestellt, ob es sich um eine Anordnung oder die Empfehlung einer bezüglich des Mitgliedstaates zu wählenden Sanktionsform handelt.<sup>371</sup> Indes bestanden bei den verschiedenen Übersetzungen des Richtlinien-textes unterschiedliche Interpretationsmöglichkeiten hinsichtlich der Ausgestaltung selbst. Während die englische Fassung von „penalties“ sprach, was wohl strafrechtliche Sanktionen nahe legte, ging die französische Fassung von „sanctions“ und die deutsche Fassung von „Sanktionen“ aus, was wohl auch eine zivilrechtliche Sanktionierung zuließ; auch die Formulierung „Ahndung von

---

<sup>369</sup> Es spielt nach dem Wortlaut des Art. 4 offenbar keine Rolle, ob der Primärinsider die Information rechtmäßig oder wenigstens gutgläubig wiedergegeben hat, was zu dem Lehrbuchfall führt, in dem der Taxifahrer oder die Putzfrau die Unterhaltung zweier Geschäftsleute mithört und daraufhin Börsengeschäfte tätigt.

<sup>370</sup> Krauel, Insiderhandel S. 209.

<sup>371</sup> Hausmaninger, Insider Trading, S. 307.

Verstößen“, wie sie die deutsche Fassung vorschreibt, wird zwar in erster Linie strafrechtlich verwandt, ist aber ambivalent.<sup>372</sup>

Eine Antwort auf die Frage, welche Sanktionen durch Art. 13 intendiert waren, da sich die Richtlinie nicht festlegt, lässt sich zunächst aus der Entstehungsgeschichte der Richtlinie ableiten. Im Vorfeld des Richtlinienerlasses wurden zwei Fragen intensiv diskutiert: Zum einen, ob die Richtlinie den Mitgliedstaaten einheitliche Sanktionen vorschreiben soll und zum anderen, welche Sanktionsformen die Richtlinie gegebenenfalls beinhalten sollte, wobei beide Fragen eng miteinander verknüpft waren.<sup>373</sup>

Ursprünglich enthielt der Richtlinienvorschlag nur die nunmehr in Art. 13 Satz 1 festgelegte Bestimmung, dass jeder Mitgliedstaat im Einzelnen festlegen sollte, wie Verstöße gegen Insiderverbote zu ahnden seien. Somit sprach sich die Kommission ursprünglich gegen eine Vereinheitlichung im Sanktionenbereich aus, womit auch auf die Empfehlung einer bestimmten Sanktionsform verzichtet wurde.<sup>374</sup> Hiergegen äußerte der Wirtschafts- und Sozialausschuss jedoch Vorbehalte, da er glaubte, diese Regelung könne zum sog. market shopping<sup>375</sup> führen.<sup>376</sup> Er regte darüber hinaus an, auch die Weitergabe von Insiderinformationen strafrechtlich zu erfassen.<sup>377</sup>

Vom Europäischen Parlament wurde hingegen im sog. Hoon Bericht<sup>378</sup> gefordert, zwei Absätze an Art. 13 anzufügen. Nach Abs. 2 sollte die Kommission eine Harmonisierung der Sanktionen in jedem einzelnen Mitgliedsstaat vorschlagen. Abs. 3 des Vorschlags enthielt eine zivilrechtliche Sanktionierung. Hiernach gehörte zu den zivilrechtlichen Sanktionen im Sinne des Art. 13 die Zahlung einer Entschädigung durch Personen, die von der Verwendung der Insider-Informationen profitiert hätten. Sie sollte an die Anleger geleistet werden, die nachweisbar durch das Insidergeschäft einen Verlust erlitten hätten. Zur Umsetzung dieser Vorschläge kam es jedoch nicht. Die Ablehnung einer zivilrechtlichen Haftung wurde damit begründet, der Nachweis eines konkreten und kausalen Schadens eines Anlegers durch ein Insiderverhalten sei bei Geschäften, die über die anonymen börslichen Märkte abgewickelt werden,

---

<sup>372</sup> Hopt, ZGR 1991, 17, 55.

<sup>373</sup> Hausmaninger, Insider Trading, S. 307.

<sup>374</sup> Hausmaninger, Insider Trading, S. 308.

<sup>375</sup> Hierbei handelt es sich um ein Ausweichen der Insider in Länder mit geringerem Strafmaß.

<sup>376</sup> Stellungnahme des WSA, ABl. EG 1988 Nr. C 35/24.

<sup>377</sup> Stellungnahme des WSA, ABl. EG 1988 Nr. C 35/24.

<sup>378</sup> Hoon Bericht ABl. EG 18.07.1988, C187/93.

kaum zu führen.<sup>379</sup> Darüber hinaus lehnte die EG-Kommission die Vorschläge zu den strafrechtlichen Sanktionen ab, da sie meinte, eine Harmonisierung der strafrechtlichen Sanktionen führe zu politischen und rechtlichen Problemen.<sup>380</sup> Stattdessen fügte sie einen Abs. 2 ein, der besagte, nationale Sanktionen „müssten so weit gehen, dass sie einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung dieser Vorschrift darstellen“. Der Rat schloss sich der Kommissionsauffassung an und behielt bis auf eine sprachliche Änderung die geänderten Sanktionsregelungen bei und die Kommission erklärte sich mit den Änderungen einverstanden.<sup>381</sup> Durch die Neuformulierung hoffte die Kommission, dass als Folge der Ergänzung auf indirektem Weg dasselbe Ergebnis der Rechtsvereinheitlichung erzielt werde,<sup>382</sup> anders ausgedrückt muss die angestrebte Vereinheitlichung so ausgelegt werden, dass sie alleine auf eine Vereinheitlichung der Abschreckungswirkung zielt und hierdurch ein ähnliches Ergebnis in allen Mitgliedstaaten erreichen will.<sup>383</sup>

Allgemein gesehen bedeutet dies, dass Art. 13 keine Anordnung oder Empfehlung hinsichtlich einer bestimmten Sanktionsform, sondern nur eine politische Absichtserklärung enthält.<sup>384</sup> Dies verdeutlicht im speziellen, dass zunächst strafrechtliche Sanktionen gewollt sind, diese aber ausschließlich auf nationaler Ebene geregelt werden sollten.<sup>385</sup> In der Literatur wird dieses Verhalten häufig gebilligt, da nach dem EGV die Straf- und Strafverfahrensrechtskompetenz ausschließlich den Mitgliedstaaten vorbehalten ist.<sup>386</sup> Dies ist zwar grundsätzlich nicht anzuzweifeln, allerdings ergeben sich mit zunehmender wirtschaftlicher und politischer Integration Rechtsangleichungserfordernisse. So kann z.B. das Diskriminierungsverbot aus Art. 12 EGV Harmonisierungsansprüche an die nationalen Strafrechte stellen; darüber hinaus erscheint eine Rechtsangleichung nach Art. 94 ff EGV ebenso nicht ausgeschlossen, da unterschiedliche Strafrechtssysteme den Wettbewerb zwischen den Mitgliedstaaten beeinflussen können.<sup>387</sup> Vom Ergebnis her hätte also die Richtlinie durchaus an-

---

<sup>379</sup> Vgl. *Elster*, Kapitalmarktrecht S. 59.

<sup>380</sup> *Hopt*, ZGR 1991, 17, 56.

<sup>381</sup> *Hausmaninger*, Insider Trading, S. 308.

<sup>382</sup> Unveröffentlichte Mitteilung der Kommission an das Parlament vom 20.07.1989, SEK (89) 1207 eng – SYN 85.

<sup>383</sup> *Krauel*, Insiderhandel, S. 210.

<sup>384</sup> *Hausmaninger*, Insider Trading, S. 309.

<sup>385</sup> Vgl. *Zuleeg*, JZ 1992, 761, 767, wonach es der üblichen Vorgehensweise der Gemeinschaft entspricht, von den Mitgliedstaaten wirksame Sanktionen zu fordern, ohne jedoch Art und Ausmaß näher zu konkretisieren.

<sup>386</sup> Vgl. hierzu *Hausmaninger*, Insider Trading, S. 309; *Zuleeg*, JZ 1992, 761, 762.

<sup>387</sup> *Oppermann*, Europarecht, S. 502, mit weiteren Beispielen und dem Hinweis, dass eine Annäherung im Strafrecht ein wichtiges Band in einem europäischen Rechtsraum bedeutet. Vgl. zu der Prob-

ordnen können, dass die Mitgliedstaaten auf Insidervergehen mit Strafsanktionen reagieren müssen. Lediglich die inhaltliche Ausgestaltung der Normen müsste den Mitgliedstaaten überlassen bleiben.

Wenn sich also aus der Richtlinie ergibt, dass strafrechtliche Sanktionen gefordert sind, sagt dies aber noch nichts über die Möglichkeit aus, ob der nationale Gesetzgeber daneben auch zivilrechtliche Sanktionen erlassen kann, bzw. ob dies auch vom Gemeinschaftsgesetzgeber angestrebt war. Wenn zivilrechtliche Sanktionen dem Wortlaut oder den Zielsetzungen der Richtlinie entgegenliefen, wären sie europarechtswidrig. Gem. Art. 189 EGV besteht die Verbindlichkeit bei Richtlinien nur hinsichtlich des zu erreichenden Ziels, Form und Mittel zur Zielerreichung bleiben den Mitgliedstaaten vorbehalten. Allerdings muss hierbei das Mittel ergriffen werden, das für die Gewährleistung der praktischen Wirksamkeit der Richtlinie am besten geeignet ist.<sup>388</sup> Geht man davon aus, dass strafrechtliche Sanktionen gefordert sind, bedeutet dies nicht den Ausschluss zusätzlicher zivilrechtlicher Sanktionen auf nationaler Ebene. Dies wäre nur dann der Fall, wenn solche zivilrechtlichen Sanktionen dem Ziel der Richtlinie entgegenstünden, also wenn sie Insiderhandel begünstigten und seine Bekämpfung unterminierten.<sup>389</sup> Dies ist aber nicht anzunehmen, im Gegenteil wird es eher zu einer gesteigerten Abschreckungswirkung kommen.<sup>390</sup> Soweit eine zusätzliche zivilrechtliche Regelung somit durch eine Sanktionshäufung nicht gegen das Verhältnismäßigkeitsprinzip verstößt, könnten die Mitgliedstaaten eine zivilrechtliche Haftung in ihre Gesetze aufnehmen.<sup>391</sup> Allerdings hätte auch der Gemeinschaftsgesetzgeber eine einheitliche Regelung im Bereich der zivilrechtlichen Sanktionen aufnehmen können.<sup>392</sup>

---

lematik auch *Hopt*, ZGR 1991, 17, 55, der die angeführte Literaturansicht vom Standpunkt moderner Gesetzgebung aus als überholt bezeichnet. Ohne der Arbeit in ihren Untersuchungen vorgreifen zu wollen, sind auch die Gemeinschaftsorgane nunmehr dieser Auffassung, wie sich aus den allgemeinen Erläuterungen zum Vorschlag der Marktmissbrauchsrichtlinie ergibt, der in dieser Form übernommen wurde, vgl. Allgemeine Begründung 1d) des Vorschlags zur Marktmissbrauchsrichtlinie, KOM/2001/ 281 vom 30.05.2001.

<sup>388</sup> *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot, S. 208.

<sup>389</sup> *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot, S. 209.

<sup>390</sup> So, wenn z.B. neben der strafrechtlichen Gewinnabschöpfung als Nebenstrafe auch Schadenersatzansprüche geltend gemacht werden könnten. Zu den Problemen des zivilrechtl. Schadens bei Insidervergehen, vgl. S. XX.

<sup>391</sup> Vgl. zu dem Verhältnismäßigkeitsprinzip auf europäischer Ebene *Schweizer*, Staatsrecht, Rn. 399 ff.

<sup>392</sup> Vgl. hierzu *Oppermann*, Europarecht, S. 496, 498; *Hausmaninger*, Insider Trading, S. 309.

Ebenso wäre es möglich gewesen, eine einheitliche verwaltungsrechtliche Sanktionsfestsetzung vorzunehmen.<sup>393</sup>

Schließlich ist in dem Fall, in dem die Richtlinie keine besonderen Sanktionen für den Fall des Verstoßes gegen ihre Vorschriften enthält oder diesbezüglich auf die nationalen Rechtsvorschriften verweist, auf die EuGH-Rechtsprechung hinzuweisen.<sup>394</sup> Hiernach sind die Mitgliedstaaten aufgefordert, Art. 5 EGV zu beachten. Sie müssen alle geeigneten Maßnahmen treffen, um die Geltung und Wirksamkeit des Gemeinschaftsrechts zu gewährleisten: Grundsätzlich verbleibt ihnen bei der Wahl der Sanktionen ein Ermessen. Sie müssen aber zum einen darauf achten, dass die Ahndung der Verstöße gegen das Gemeinschaftsrecht unter materiellen und verfahrensmäßigen Bedingungen der entspricht, die nach Art und Schwere bei Verstößen gegen nationales Recht gilt. Zum anderen müssen die Sanktionen jedenfalls wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sein.<sup>395</sup>

Auch nach den Vorgaben der Börsenzulassungsrichtlinie zeichnet sich kein klares Bild hinsichtlich Sanktionierung bei Ad-hoc-Verstößen ab. Art. 11 und Art. 12 regeln die Rechtsfolgen bei einem Pflichtverstoß des Emittenten, zu dem auch ein Verstoß gegen die Ad-hoc-Publizität zählt. Zum einen können die zuständigen Börsenüberwachungsstellen die Zulassung zur amtlichen Notierung verweigern, sobald eine Pflichtverletzung festgestellt wird.<sup>396</sup> Zum anderen können die zuständigen Börsenüberwachungsstellen die Pflichtverletzungen des Emittenten veröffentlichen, wobei diese Sanktion unbeschadet der sonstigen Maßnahmen und Sanktionen ergehen kann, die die Börsenaufsichtsstellen für Verstöße vorsehen.<sup>397</sup> Der Richtlinien-text setzt also voraus, dass Pflichtverstöße des Emittenten von den entsprechenden Behörden bestraft werden können, stellt die Mitgliedstaaten hinsichtlich der Pflicht zur Sanktionierung und deren Ausgestaltung frei.<sup>398</sup>

---

<sup>393</sup> Vgl. Ott/Schäfer, ZBB 1991, 226, 237; Hausmaninger, Insider Trading, S. 309.

<sup>394</sup> EuGH, Urteil vom 12.9.1996, verb. Rs. C-58/95, C-75/95, C-119/95, C-123/95, C-135/95, C-140/95, C-141/95, C-154/95, C-157/95, Sandra Galotti, EWS 1996, 397.

<sup>395</sup> Hausmaninger, Insider Trading, S. 310.

<sup>396</sup> Vgl. hierzu Art. 11 der Börsenzulassungsrichtlinie.

<sup>397</sup> Vgl. Art. 12 der Börsenzulassungsrichtlinie.

<sup>398</sup> von Klitzing, Ad-hoc-Publizität, S. 213.

#### **(4) Die Regelungen im Bereich der Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie 2001/34/EG**

Die Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie hat inhaltlich keine Veränderung des Tatbestandes bei der Ad-hoc-Publizitätspflicht vorgenommen. Die zuvor in Schema C Ziffer 5a-c der Börsenzulassungsrichtlinie enthaltenen Veröffentlichungspflichten der Gesellschaft, deren Aktien zur amtlichen Notierung zugelassen sind, wurden nunmehr in Art. 68 geregelt. Art. 68 der Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie und Schema C Ziffer 5a-c der Börsenzulassungsrichtlinie sind identisch.<sup>399</sup>

##### **b) Die Marktmanipulation**

Bisher gab es auf Gemeinschaftsebene keine Regelung zur Marktmanipulation. Erst mit der Marktmissbrauchsrichtlinie wurde dieses Verhalten gemeinschaftsweit erfasst.

Unter dem Begriff der Marktmanipulation ist das Verbreiten falscher oder irreführender Nachrichten zu verstehen, um den Markt in seinem Handelsverhalten zu beeinflussen.<sup>400</sup> Beispielhaft sind hier die Verbreitung falscher Gerüchte, um andere zum Kauf oder Verkauf zu veranlassen, die Verbreitung unrichtiger Behauptungen über wesentliche Tatsachen oder auch das Verschweigen wesentlicher Tatsachen oder Interessen.<sup>401</sup>

##### **c) Zwischenergebnis**

Vergleicht man in einem ersten Zwischenergebnis die Ziele des Gemeinschaftsgesetzgebers mit den Inhalten der Insider- und Ad-hoc-Gesetzgebung hinsichtlich des Anlegerschutzes, so wird eine Diskrepanz – zumindest auf der Rechtsfolgende – deutlich.

Der Gemeinschaftsgesetzgeber erkannte, dass im Bereich der Insider- und Ad-hoc-Problematik nicht nur funktionale Interessen des Marktes tangiert werden, sondern auch der Anleger in seinem individuellen Auftreten geschützt werden musste. Darüber hinaus erkannte er die Notwendigkeit, dass der Funktionsschutz mit dem Anle-

---

<sup>399</sup> Zu den weiteren Übereinstimmungen der beiden Richtlinien *Schulte*, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 74.

<sup>400</sup> *Schulte*, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 78.

<sup>401</sup> Vgl. hierzu den Kommissionsentwurf, Abschnitt B der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG, der hier beispielhaft und nicht abschließend sog. „wash sales“, „improper matched orders“ oder „marking the close“ anführt.

gerschutz verwoben ist und trug dieser Erkenntnis Rechnung, indem er die Insidergesetzgebung mit der Ad-hoc-Gesetzgebung verknüpfte. Grundsätzlich stellte die Insiderregelung auf gemeinschaftlicher Ebene einen weiteren Schritt zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt dar. Der Bedarf für eine gemeinschaftsweite einheitliche Regelung lag auf der Hand, da in einigen Ländern gesetzliche Regelungen die Insidergeschäfte untersagten fehlten. Durch die Aufnahme der Ad-hoc-Publizitätspflicht als Präventivmaßnahme gegen den Insiderhandel wurde darüber hinaus ein weiterer Schritt getan, um das reibungslose Funktionieren des Kapitalmarktes zu ermöglichen. Es ist landläufig anerkannt, dass die Einbeziehung der Ad-hoc-Publizitätspflicht in den Maßnahmenkatalog gegen den Insiderhandel dem Verständnis von einer umfassenden Insiderregelung entspricht.<sup>402</sup>

Nichtsdestotrotz erscheinen die theoretischen Überlegungen im Vergleich mit den Umsetzungen in der Richtlinie hinsichtlich des Anlegerschutzes nur als suboptimal.

Zunächst fällt auf, dass die Richtlinienvorgabe nicht klar aussagt, an welches Insiderverhalten die Sanktionierungen tatsächlich gekoppelt werden sollen. Man könnte hier sowohl den Verbotstatbestand des reinen Insiderhandels als auch den Verstoß gegen die Informationspflicht als mögliche Sanktionsgrundlage sehen. Sieht man einen Verstoß gegen die Informationspflicht als Grundlage, so scheint dies gegenüber dem Sekundärinsider als inkonsequent, da dieser nicht von der Informationspflicht erfasst wird.

Aus dem Blickwinkel des reinen Insiderrechts ist es im Normalfall richtig, zivilrechtliche Sanktionen auszuklammern, da ein zivilrechtlicher Schaden beim Anleger nur in seltenen Fällen eintreten wird, wobei auch diese Fälle nicht unberücksichtigt bleiben dürfen.<sup>403</sup> Die Ermittlung der Kausalität und der Schadenshöhe sind darüber hinaus äußerst problematisch. Allerdings sollte, soweit die Ad-hoc-Publizität als flankierendes Instrument in das System eingeflochten wird, zumindest hier die zivilrechtliche Haftung zur Durchsetzung des Anlegerschutzes vorgeschrieben werden, denn ein Verbot ohne entsprechende Sanktionierung wird kaum die entsprechende Wirkung entwickeln.<sup>404</sup> Bei der Formulierung der Rechtsfolgen hat sich der Gemeinschaftssetzgeber anscheinend nicht dazu durchringen können, eine der Schutzrichtung ent-

---

<sup>402</sup> Schulte, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 70.

<sup>403</sup> Zum Schaden des Anlegers beim Handel mit Insiderpapieren vgl. die ausführliche Darstellung von Steinhauer, Insiderhandelsverbot, S. 52ff, 96ff.

<sup>404</sup> Vgl. hierzu Hopt, ZGR 1991, 17, 55.

sprechenden Haftungsregelungen - zumindest in den Grundzügen – zu formulieren. Soweit eine ausdrückliche strafrechtliche Vorgabe ausgeklammert wurde, ist dies mit dem Hinweis auf politische und rechtliche Probleme bei der Harmonisierung des Strafrechts in den Mitgliedstaaten verständlich und hinnehmbar.<sup>405</sup> Bei einer zivilrechtlichen Sanktionierung kommt eine derartige Einschränkung des Gemeinschaftsgesetzgebers nicht in Frage. Es wurde bereits dargestellt, dass eine zivilrechtlich ausgestaltete Haftung aufgrund der Richtlinienvorgabe durchführbar ist.<sup>406</sup> Darüber hinaus ist es aber auch möglich, das Richtlinienziel derart detailliert vorzugeben, dass den nationalen Gesetzgebern hinsichtlich Form und Mittel kein eigener Handlungsspielraum mehr verbleibt, also auch die Maßnahmen zur Zielerreichung vorgegeben werden können. Diese Einschränkung des nationalen Gesetzgebers wird unter dem Gesichtspunkt als legitim erachtet, soweit sie geeignet ist, die Harmonisierung in der Gemeinschaft voranzutreiben.<sup>407</sup>

Soweit man also den Individualanlegerschutz verstärkt in den Fordergrund stellt, würde es sich anbieten, zivilrechtliche Sanktionen auf gemeinschaftlicher Ebene deutlich festzuschreiben und auszugestalten, um den nationalen Gesetzgebern einen deutlichen Hinweis auf die zu ergreifenden Maßnahmen zu geben. Dabei muss dies nicht einen Rückfall in den Versuch einer gemeinschaftsweiten Rechtsangleichung bedeuten, sondern eine Harmonisierung mit gewissen festgeschriebenen Eckpunkten. Dies gilt zumindest für den Bereich der Ad-hoc-Publizität. Eine Begründung warum dies trotz allem nicht geschehen ist und stattdessen eine sehr interpretationsbedürftige Regelung herangezogen wurde, lässt sich wohl nur aus Vermutungen entwickeln. Man wird aber davon auszugehen haben, dass die Rechtsetzungsorgane der Gemeinschaft absichtlich diesen Weg beschritten haben, da sie wohl der Auffassung waren, die Mitgliedstaaten seien besser in der Lage, unter Berücksichtigung der eigenen Rechtsordnungen für die eigenen Kapitalmärkte geeignete Sanktionsmaßnahmen zu entwickeln.<sup>408</sup>

---

<sup>405</sup> Zu den einzelnen Standpunkten der Kommission und des Rates vgl. die Hinweise bei *Hopt*, ZGR 1991, 17, 56 m.w.N.

<sup>406</sup> Zu der Herleitung zivilrechtlicher Sanktionen neben möglichen straf- und verwaltungsrechtlichen Sanktionen *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot, S. 208 ff.

<sup>407</sup> *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot, S. 208; *Schmidt*, in: Groeben/Thiesing/Ehlermann, Art. 189, Rn. 37.

<sup>408</sup> So von *Klitzing*, Ad-hoc-Publizität, S. 213, mit einem Verweis auf die Herleitung von *Hausmanninger*, in: Koppensteiner, S. 261, der anhand der Entstehungsgeschichte der Richtlinie den gesetzgeberischen Willen nachweist.



Zumindest unter dem Eindruck der einzelnen Theorien wäre zu erwarten gewesen, dass eine differenzierte Haftungsregelung dem Individualanlegerschutz zu mehr Geltung verhilft. Dies hat der Gesetzgeber jedoch nicht umgesetzt.

## **2 Anlegererschutz im Bereich der Neuregelungen des Insiderrechts, der Ad-hoc-Publizität und der Marktmanipulation**

### **a) Die Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/6/EG**

Da inzwischen mehr als 10 Jahre seit Erlass der Insiderrichtlinie vergangen waren, sollte nach Auffassung der Kommission eine Aktualisierung der entsprechenden Insidervorschriften und die notwendige Erfassung der Marktmanipulation vorgenommen werden. Am 30.05.2001 legte die Kommission den Vorschlag<sup>409</sup> für eine Marktmissbrauchsrichtlinie vor, der ein Kernstück der Vorhaben hinsichtlich der geplanten Neuerungen aus dem Aktionsplan für Finanzdienstleistungen und dem Lamfalussy-Bericht darstellt. Die Richtlinie geht maßgeblich auf einen Entwurf der FESCO zurück.<sup>410</sup> Nach einigen wenigen Änderungen wurde die Richtlinie am 03.12.2002 durch den Rat verabschiedet und trat am 12.04.2003 in Kraft, wobei die Mitgliedstaaten zur Umsetzung bis zum 12.10.2004 verpflichtet sind.

Ein Ziel der Richtlinie ist es, den Marktmissbrauch in verstärktem Maße zu bekämpfen und diesbezüglich eine einheitliche Regelung zu schaffen<sup>411</sup>. Auch hier wird das Vertrauen der Anleger als Grundlage für das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte als entscheidend eingestuft,<sup>412</sup> womit sich der Funktionsdualismus von individuellem Anlegerschutz und Funktionsschutz des Marktes als einheitliches Prinzip weiterhin durch die Gesetzgebung der Gemeinschaft zieht.<sup>413</sup> Die Richtlinie geht von der Überlegung aus, dass für das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte das Vertrauen der Öffentlichkeit von entscheidender Bedeutung ist, Marktmissbrauch hingegen dieses Vertrauen untergräbt und damit die Integrität der Finanzmärkte verletzt.<sup>414</sup>

---

<sup>409</sup> Richtlinienvorschlag der Kommission KOM (2001) 281 endg. ABl. 2001 Nr. C 240, 265.

<sup>410</sup> Möllers, ZBB 2003, 390 ff; Dier/Fürhoff, AG 2002, 604.

<sup>411</sup> Vgl. Nr. 1c der Begründung des Kommissionsvorschlags KOM 281 (2001) vom 30.05.2001.

<sup>412</sup> Vgl. Nr. 1d der Begründung des Kommissionsvorschlags KOM 281 (2001) vom 30.05.2001.

<sup>413</sup> Schulte, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 75.

<sup>414</sup> Dier/Fürhoff, AG 2002, 604, 604.

Die Gesetzgebung birgt in vielen Punkten Neuerungen. So werden der Insiderhandel und die Marktmanipulation<sup>415</sup>, die bisher noch nicht einheitlich in den Mitgliedstaaten geregelt war, unter dem Begriff des Marktmissbrauchs behandelt. Vorschriften zur Bekämpfung von Insidergeschäften haben dasselbe Ziel wie Vorschriften zur Bekämpfung von Marktmanipulation, nämlich die Integrität der Finanzmärkte der Gemeinschaft sicherzustellen und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken. Es ist daher nach Ansicht der Gemeinschaft sinnvoll, entsprechende Vorschriften zusammenzufassen, um sowohl Insidergeschäfte als auch Marktmanipulation zu bekämpfen. Eine einzige Richtlinie soll sicher stellen, dass überall in der Gemeinschaft für Kompetenzverteilung, Durchsetzung und Zusammenarbeit ein und derselbe Rechtsrahmen gilt.<sup>416</sup>

Darüber hinaus beinhaltet die Richtlinie selbst nunmehr die Regeln zur Ad-hoc-Publizität.<sup>417</sup> Insgesamt wird ein einheitliches Konzept zum Schutz des Kapitalmarktes eingeführt und man bedient sich erstmals – neben dem Entwurf zur Prospekthafungsrichtlinie<sup>418</sup> – eines neuen vereinfachten Rechtsetzungsrahmens, dem sog. Komitologieverfahren.<sup>419</sup>

Die Richtlinie enthält darüber hinaus Definitionen der „Insider-Information“, der „Marktmanipulation“, sowie ein allgemeines Verbot der Marktmanipulation, wobei sog. „Safe Harbour“ Regeln bestimmte Handlungsweisen aus dem Verbot herausnehmen.

## **(1) Analyse der Erwägungsgründe**

Auffällig ist zunächst der Umfang der Erwägungsgründe. In vierundvierzig Einzelpunkten werden die gemeinschaftsrechtliche Entwicklung der Neuregelung, die Hintergründe für den Richtlinieninhalt, Definitionen, flankierende Erklärungen zu den einzelnen Regelungen und bereits allgemeine Verhaltensregeln der Mitgliedstaaten hinsichtlich der Umsetzung festgeschrieben. Anscheinend hat man bei der Formulie-

---

<sup>415</sup> Vgl. zu der Definition Art. 1 Abs. 2.

<sup>416</sup> 12. Erwägungsgrund der Marktmissbrauchsrichtlinie.

<sup>417</sup> Vgl. hierzu nochmals die Börsenzulassungsrichtlinie 79/279/EWG ABl. L 334 vom 18.11.1989, S. 30 - 32 und die nachfolgenden Richtlinie über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen 2001/34/EG, ABl. L 184 vom 06.07.2001.

<sup>418</sup> Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, KOM/2002/460, abzurufen unter:

[http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/prospectus/index\\_de.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/securities/prospectus/index_de.htm).

<sup>419</sup> Dier/Fürhoff, AG 2002, 604.

rung der Erwägungsgründe versucht, dem Begriff dadurch Rechnung zu tragen, indem alle Gründe, die zum Erlass der Neuregelung geführt haben, aufgeführt wurden; der Begründungspflicht aus Art. 253 EGV wurde hier ausführlich Folge geleistet.

Die nachfolgende Darstellung soll die wichtigsten Erwägungsgründe hervorheben, die im Laufe der Analyse hinsichtlich der getroffenen Regeln zum Anlegerschutz eine Rolle spielen. Zu ihrer näheren Erklärung werden die Erläuterungen des Kommissionsvorschlags herangezogen, soweit diese mit dem endgültigen Text übereinstimmen.

Neben dem Wirtschaftswachstum und der Schaffung neuer Arbeitsplätze sind Marktintegrität und Anlegervertrauen als die Kernziele der Richtlinie zu nennen, wie der 2. Erwägungsgrund deutlich macht. Auch wenn die Erwägungsgründe den Schutz des einzelnen Anlegers nicht explizit hervorheben, so ist auch dieser als Schutzziel zu nennen.<sup>420</sup>

Die Erwägungsgründe 3 - 10 verweisen auf die Hintergründe des Werdegangs der Richtlinie aus der Sicht des Gemeinschaftsrechts. Hierdurch wird ein Teil der Kapitalmarktpolitik auf europäischer Ebene skizziert, womit eine gewisse Transparenz in die Gesetzgebung der Gemeinschaft einfließt.

Erwägungsgrund 12 enthält eine Erklärung zu dem Begriff des Marktmissbrauchs, wobei Erwägungsgrund 11 darlegt, dass der vorhandene gemeinschaftliche Rechtsrahmen zum Schutz der Marktintegrität unvollständig sei. Dies liege insbesondere daran, dass die Rechtsvorschriften in den einzelnen Mitgliedstaaten unterschiedlich seien, was zu Unklarheiten bei den einzelnen Wirtschaftsakteuren hinsichtlich der Begriffe, Begriffsbestimmungen und Durchsetzung führe. Hinzu kommt, dass es in einigen Mitgliedstaaten keine Rechtsvorschriften zur Ahndung von Kursmanipulationen oder der Verbreitung irreführender Informationen gibt. Für den Gesetzgeber war es offensichtlich aus weiteren Gründen entscheidend, den Marktmissbrauch auf gemeinschaftlicher Ebene zu regeln.<sup>421</sup> Als unbefriedigend erschien, dass momentan nur der Missbrauch privilegierter Informationen durch die Insiderrichtlinie erfasst und

---

<sup>420</sup> Dies ergibt sich – neben der Herleitung aus den allgemeinen Theorien – insbesondere aus den Erläuterungen zum Richtlinienentwurf, der in der allgemeinen Erläuterung 1d) die Schutzbedürftigkeit des einzelnen Verbrauchers bei der Investition in neue Produkte hervorhebt und ein gleich hohes Schutzniveau in allen Mitgliedstaaten fordert, vgl. den Richtlinienentwurf der Kommission KOM (2001) 281 endg. ABl. 2001 Nr. C 240, 265.

<sup>421</sup> Vgl. die allgemeine Erläuterung 1b) des Richtlinienentwurfs KOM (2001) 281 endg. ABl. 2001 Nr. C 240, 265.

der Marktmissbrauch in den Ländern selbst höchst unterschiedlich und unvollkommen geregelt war. Unterschiedliche Regelungen führen zu Wettbewerbsverzerrungen, was einer einheitlichen Entwicklung eines europäischen Finanzmarktes abträglich ist. Darüber hinaus muss auch der schnellen Entwicklung neuer Produkte auf dem Finanzmarkt Rechnung getragen werden, da diese einen neuen Anreiz zur Marktmanipulation schaffen können. Letztendlich ist es vor allem wichtig, den Marktakteuren Rechtssicherheit in einem integrierten europäischen Finanzmarkt zu verschaffen. Der Begriff des Marktmissbrauchs beinhaltet sowohl Insidergeschäfte als auch die Marktmanipulation.<sup>422</sup> Da die Vorschriften zur Bekämpfung von Insidergeschäften dasselbe Ziel haben wie die Vorschriften zur Bekämpfung von Marktmanipulation, nämlich die Integrität der Finanzmärkte der Gemeinschaft sicherzustellen und das Vertrauen der Anleger in diese Märkte zu stärken, ist es nach Auffassung der Gemeinschaft von Vorteil, entsprechende Vorschriften zusammenzufassen, um sowohl Insidergeschäfte als auch Marktmanipulation zu bekämpfen. Eine einzige Richtlinie soll sicherstellen, dass überall in der Gemeinschaft für Kompetenzverteilung, Durchsetzung und Zusammenarbeit ein und derselbe Rechtsrahmen gilt.<sup>423</sup>

Die Insiderrichtlinie sollte ersetzt werden, da dies aufgrund der vielfältigen Änderungen notwendig war und um eine Übereinstimmung mit den Vorschriften über den Marktmissbrauch zu erreichen. Lücken des Gemeinschaftsrechts sollen hierdurch geschlossen werden, damit das Vertrauen der Öffentlichkeit nicht untergraben und damit das reibungslose Funktionieren der Märkte nicht beeinträchtigt wird. Die Kommission wies darauf hin, dass sich die Märkte und auch anderes europäisches Recht an der inzwischen über zehn Jahre alten Insiderrichtlinie vorbei entwickelt haben.<sup>424</sup>

Ein weiterer Grund für den Richtlinienerlass liegt nach Aussage der Gemeinschaft in der Einschränkung von Markttransparenz durch Insidergeschäfte und Marktmanipulation. Markttransparenz ist nach Auffassung des Gesetzgebers jedoch eine Voraus-

---

<sup>422</sup> Das Konzept, das die Richtlinie an dieser Stelle verfolgt, ist eine einfache und klare allgemeine Darstellung des Marktmissbrauchsbegriffs, damit dieser auch im Wandel der Märkte Geltung behält, trotzdem flexibel genug ist, um neue Missbrauchstechniken zu erfassen und den Marktteilnehmern ein Leitbild für ihr künftiges Verhalten zu vermitteln.

<sup>423</sup> Insbesondere sollten durch die Zusammenfassung der Regelungen in einer Richtlinie Unstimmigkeiten vermieden und mögliche Schlupflöcher verhindert werden. Daneben wurden Praktikabilitätsgründe bei der Aktualisierung der Regelungen in einer Richtlinien als weiterer Grund für die Zusammenfassung genannt, vgl. die allgemeinen Erläuterung 1c) des Richtlinienentwurfs KOM (2001) 281 endg. ABl. 2001 Nr. C 240, 265.

<sup>424</sup> Vgl. Erwägungsgrund 13 der Richtlinie sowie die allgemeinen Erläuterung 1c) des Richtlinienentwurfs KOM (2001) 281 endg. ABl. 2001 Nr. C 240, 265.

setzung dafür, dass alle Wirtschaftsakteure uneingeschränkt an integrierten Finanzmärkten teilnehmen können.

Es ist auffällig, dass sich die Erwägungsgründe und der eigentliche Richtlinien text teilweise überschneiden, bzw. in den Erwägungsgründen ein Vorgriff auf die eigentlichen Regeln liegt.

## **(2) Analyse des Richtlinien textes**

### **(a) Anwendungsbereich**

Die Art. 7-10 i.V.m. Art. 1 bestimmen den Anwendungsbereich. Gem. Art. 9 erstreckt sich der sachliche Anwendungsbereich auf sämtliche Finanzinstrumente<sup>425</sup>, die zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind oder für die ein entsprechender Zulassungsantrag gestellt wurde. Es kommt dann nicht mehr darauf an, ob die entsprechende Tathandlung selbst tatsächlich auf diesem Markt erfolgt.<sup>426</sup> Als geregelter Markt gilt jeder Markt i.S.v. Art. 1 Abs. 13 der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie, Art. 1 Abs. 4. Die Insiderverbotsnormen gelten auch für Finanzinstrumente, die nicht zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, deren Wert jedoch von einem Finanzinstrument abhängt, das selbst zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen ist, bzw. für das ein solcher Antrag gestellt wurde.

Als Finanzinstrumente gelten zum einen alle Wertpapiere i.S.d. Wertpapierdienstleistungsrichtlinie,<sup>427</sup> zum anderen alle Finanzinstrumente, die gesondert in Art. 1 Abs. 3 aufgeführt sind.<sup>428</sup>

Der räumliche Anwendungsbereich erstreckt sich auf Handlungen, die im Hoheitsgebiet eines Mitgliedstaates oder im Ausland begangen werden und Finanzinstrumente betreffen, die entweder zum Handel auf einem in ihrem Hoheitsgebiet belegenen oder betriebenen geregelten Markt oder für einen geregelten Markt eines Mitgliedstaa-

---

<sup>425</sup> Um dem Aufkommen neuer Produkte Rechnung zu tragen, wurde statt dem Begriff „Wertpapiere“ der Begriff „Finanzinstrumente“ gewählt, vgl. die Erläuterung zu Art. 2 im Richtlinienentwurf KOM (2001) 281 endg. ABl. 2001 Nr. C 240, 265.

<sup>426</sup> *Dier/Fürhoff*, AG 2002, 605.

<sup>427</sup> Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 93/22/EWG vom 10.05.1993, ABl. Nr. L 141, 11.06.1993, S. 27 ff.

<sup>428</sup> Dies sind im einzelnen Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren, Geldmarktinstrumente, Finanzterminkontrakte einschließlich gleichwertiger bar abgerechneter Instrumente, Zinsausgleichsvereinbarungen, Zins- und Devisenswaps, Swaps auf Aktien- oder Aktienbasis, Kauf- und Verkaufsoptionen auf alle unter diese Kategorien fallenden Instrumente einschließlich gleichwertiger bar abgerechneter Instrumente, die zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde.

tes zugelassen sind, bzw. für die ein entsprechender Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde.

Als Novum ist die sog. „Safe Harbour“ Regelung des Art. 8 eingeführt worden.<sup>429</sup> Hiernach gelten die in der Richtlinie ausgesprochenen Verbote nicht für den Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Kursstabilisierungsmaßnahmen von Finanzinstrumenten, soweit derartige Transaktionen im Einklang mit den Durchführungsmaßnahmen nach Art. 17 Abs. 2 erfolgen.<sup>430</sup> Beim Handel mit eigenen Aktien wird somit nur der Rückkauf, nicht aber der sonstige Handel erfasst.<sup>431</sup> Daneben gelten die Verbote nach Art. 7 nicht für Geschäfte, die aus geld- oder wechsellkurspolitischen Gründen oder im Rahmen der Verwaltung der öffentlichen Schulden von einem Mitgliedstaat, dem Europäischen System der Zentralbanken, einer nationalen Zentralbank oder einer anderen amtlich beauftragten Stelle oder einer für deren Rechnung handelnden Einrichtung getätigt werden. Die Mitgliedstaaten können hinsichtlich der Verwaltung ihrer öffentlichen Schulden diese Ausnahmeregelung auf ihre Gliedstaaten oder vergleichbare Gebietskörperschaften ausdehnen.

#### (b) Die Insiderregelungen in der Richtlinie

##### Die Insiderinformation

Gem. Art. 1 der Richtlinie ist die „Insider-Information“ eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. In Bezug auf Warenderivate ist die „Insider-Information“ eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt ein oder mehrere solcher Derivate betrifft und von der Teilnehmer an Märkten, auf denen solche Derivate gehandelt werden, erwarten würden, dass sie diese Informationen in Übereinstimmung mit der zulässigen Praxis an den betreffenden Märkten erhalten würden. Für Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen betreffend Finanzinstrumente beauftragt sind,

---

<sup>429</sup> Allerdings verwies bereits die Insiderrichtlinie im zwölften Erwägungsgrund auf die Kurspflegemaßnahme als Ausnahme.

<sup>430</sup> Diese sog. Durchführungsmaßnahmen sind ein Beispiel für die zu ergreifenden Regelungen im Komitologieverfahren.

<sup>431</sup> *Dier/Fürhoff*, AG 2002, 605.

bedeutet „Insider-Information“ auch eine Information, die von einem Kunden mitgeteilt wurde und sich auf die noch nicht erledigten Aufträge des Kunden bezieht, die präzise ist, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.

### Das Insiderhandelsverbot

Das Verbot des Insiderhandels ist in Art. 2 Abs. 1 festgeschrieben. Es sind zunächst die Primärinsider angesprochen. Hiernach untersagen die Mitgliedstaaten denjenigen, die über eine Insider-Information verfügen, unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt, Finanzinstrumente, auf die sich die Information bezieht, zu erwerben, zu veräußern oder dies zu versuchen. Das Verbot gilt für eine Person, die als Mitglied eines Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten, durch ihre Beteiligung am Kapital des Emittenten oder aufgrund ihrer Arbeit, ihres Berufs oder ihrer Aufgaben Zugang zu der betreffenden Information hat. Darüber hinaus erstreckt sich das Verbot auch auf die Personen, die die Informationen aufgrund ihrer kriminellen Aktivitäten erlangen. Ebenfalls neu hinzugekommen ist, dass nunmehr auch der Versuch des Insiderhandels (aber nur der Erwerb oder die Veräußerung eines Finanzinstruments) von dem Verbot erfasst wird.

Handelt es sich bei der vom Verbot erfassten Person um eine juristische Person, so gilt nach Art. 2 Abs. 2 das in Art. 2 Abs. 1 niedergelegte Verbot auch für die natürlichen Personen, die an dem Beschluss beteiligt sind, das Geschäft für Rechnung der betreffenden juristischen Person zu tätigen.<sup>432</sup>

Das Insiderhandelsverbot findet nach Art. 2 Abs. 3 keine Anwendung auf Geschäfte, die getätigt werden, um einer fällig gewordenen Verpflichtung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten nachzukommen, wenn diese Verpflichtung auf einer Vereinbarung beruht, die geschlossen wurde bevor die betreffende Person die Insiderinformation erhalten hat. Dieses Korrektiv verfolgt den objektiven Ansatz des europäischen Parlaments bei der Definition von Insidergeschäften. Da es im Verwal-

---

<sup>432</sup> Dier/Fürhoff, AG 2002, 604, 607 gehen aber davon aus, dass es sich hierbei nicht um die Einführung eines Unternehmensstrafrechts handelt, obwohl nach dem Wortlaut „auch“ natürliche Personen erfasst werden.

tungsverfahren um den Schutz der Marktintegrität gehe, solle diese auch durch die Ahndung erfolgloser Handlungen geschützt werden.<sup>433</sup>

Art. 3 enthält ein Weitergabe- und Empfehlungsverbot, wobei das Weitergabeverbot unter der Einschränkung besteht, dass die Informationen im normalen Rahmen der Arbeit, des Berufs oder der zu erfüllenden Aufgaben herausgegeben werden können.

Die Sekundärinsider werden über Art. 4 in das Insiderhandelsverbot, sowie in das Verbot zur Weitergabe von Insiderinformationen und zur Empfehlung von Geschäften mit Finanzinstrumenten auf der Grundlage von Insiderinformationen einbezogen. Voraussetzung für dieses Insiderhandelsverbot der Sekundärinsider ist jedoch, dass diese wussten oder hätten wissen müssen, dass es sich bei den Informationen um Insiderinformationen handelt.<sup>434</sup>

Neben dem Ausnahmetatbestand in Art. 2 Abs. 3, enthalten die Art. 7 und 8 weitere Ausnahmetatbestände. Eine Ausnahme besteht zunächst hinsichtlich solcher Geschäfte, die aus geld- oder wechselkurspolitischen Gründen oder im Rahmen der Verwaltung der öffentlichen Schulden von einem Mitgliedstaat, dem Europäischen System der Zentralbanken, einer nationalen Zentralbank oder einer anderen amtlich beauftragten Stelle oder einer für deren Rechnung handelnden Einrichtung getätigt werden. Die Mitgliedstaaten können hinsichtlich der Verwaltung ihrer öffentlichen Schulden diese Ausnahmeregelung auf ihre Gliedstaaten oder vergleichbare Gebietskörperschaften ausdehnen.

Die sog. „Safe Harbour“ Regelung ist in Art. 8 verankert. Diese beinhaltet die Regel, dass die in dieser Richtlinie ausgesprochenen Verbote nicht für den Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen gelten hinsichtlich der Kursstabilisierungsmaßnahmen für ein Finanzinstrument, wenn derartige Transaktionen im Ein-

---

<sup>433</sup> So Leppert/Stürwald ZBB 2002, 90, 92, die hierzu anmerken, dass die Begrenzung auf das Verwaltungsverfahren im Text nicht angesprochen wird und die Begründung für eine so weitreichende Ausdehnung des Anwendungsbereiches nicht zu überzeugen vermag, zumindest soweit im Ergebnis sogar ein Versuch der bloßen Verwendung sanktioniert würde.

<sup>434</sup> Eine positiv formulierte Definition des Begriffs enthält die Richtlinie nicht. Stattdessen wird im Umkehrschluss jeder zum Sekundärinsider, der kein Primärinsider ist und weiß oder wissen könnte, dass es sich hierbei um eine Insiderinformation handelt. Diese Vorgehensweise erscheint ungenau und realitätsfremd. Im Hinblick auf die möglichen Sanktionen bedeutet dies, dass sowohl bedingter Vorsatz als auch grobe Fahrlässigkeit in Betracht kommen. Auch im Hinblick auf mögliche zivilrechtliche Sanktionen ist sowohl grobe als auch einfache Fahrlässigkeit möglich. Darüber hinaus erscheint der Nachweis kaum zu führen zu sein, wann jemand von der Qualität einer Insiderinformation hätte wissen können.



klang mit den nach dem Verfahren des Art.s 17 Abs. 2 erlassenen Durchführungsmaßnahmen erfolgen.<sup>435</sup>

## Die Marktmanipulation

Bisher gab es auf der Gemeinschaftsebene keine Regeln zur Marktmanipulation. Nunmehr ist die Marktmanipulation in Art. 1 Abs. 2 definiert, das Verbot in Art. 5 festgeschrieben.

Die Definition von "Marktmanipulation" stellt auf das Verhalten der betreffenden Personen und nicht auf ihren Vorsatz oder ihr Ziel ab. Es werden zwei Kategorien von Handlungen aufgeführt, bei denen von Manipulation ausgegangen werden kann: Geschäfte und Geschäftsaufträge sowie die Verbreitung von Informationen, die andere Marktteilnehmer irreführen oder irreführen suchen. Die Definition ist nach den Erläuterungen des Richtlinienvorschlages einerseits konkret genug, um ein verantwortungsvolles Verhalten der Marktteilnehmer zu fördern und als Richtschnur für ein solches Verhalten zu dienen, andererseits aber auch abstrakt und folglich flexibel genug, um gegebenenfalls neuen Marktentwicklungen gerecht werden zu können.<sup>436</sup>

Der Definition nach bedeutet Marktmanipulation die Durchführung von Geschäften oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträgen, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Finanzinstrumenten, die Nachfrage danach oder ihren Kurs geben oder geben könnten, oder den Kurs eines oder mehrerer Finanzinstrumente durch eine Person oder mehrere, in Absprache handelnde Personen in der Weise beeinflussen, dass ein anormales oder künstliches Kursniveau erzielt wird. Dies gilt allerdings nicht, wenn die Person, welche die Geschäfte abgeschlossen oder die Aufträge erteilt hat, nachweist, dass sie legitime Gründe dafür hatte und dass diese Geschäfte oder Aufträge nicht gegen die zulässige Marktpraxis in dem betreffenden geregelten Markt verstoßen. Weiterhin fallen unter den Begriff Geschäfte oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträge unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung; Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich Internet oder auf anderem Wege, die falsche oder irreführende Signale in Bezug auf Finanzinstrumente geben oder geben könnten, u. a.

---

<sup>435</sup> Zu den Einzelheiten sogleich unter XXXX.

<sup>436</sup> Vgl. Begründung zu Art. 1 des Richtlinienvorschlages der EG-Kommission KOM (2001) 281 endg. ABl. 2001 Nr. C 240, 265.

durch Verbreitung von Gerüchten sowie falscher oder irreführender Nachrichten, wenn die Person, die diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren. Bei Journalisten, die in Ausübung ihres Berufs handeln, ist eine solche Verbreitung von Informationen unbeschadet des Art. 11 unter Berücksichtigung der für ihren Berufsstand geltenden Regeln zu beurteilen, es sei denn, dass diese Personen aus der Verbreitung der betreffenden Informationen direkt oder indirekt einen Nutzen ziehen oder Gewinne schöpfen.

Von diesen sog. Basisdefinitionen leitet der Gesetzgeber im Anschluss einige Beispiele<sup>437</sup> ab und unterstellt die Definition der Marktmanipulation im Weiteren dem Komitologieverfahren, um auch neue Handlungsmuster, die den Tatbestand der Marktmanipulation erfüllen könnten, zu erfassen.

Die Mitgliedstaaten untersagen gem. Art. 5 jedermann, Marktmanipulation zu betreiben. Hinsichtlich der Marktmanipulation im Sinne von Art. 1 gilt das gleiche Verbot wie für Insidergeschäfte. Es bezieht sich sowohl auf natürliche als auch auf juristische Personen. Nach Kommissionsansicht hat die Erfahrung gezeigt, dass je nach den Umständen beide Kategorien von Personen den Markt manipulieren können und dies ähnliche nachteilige Auswirkungen auf den Finanzmarkt hat. Damit überall in Europa derselbe gemeinsame Standard gilt, muss das grundsätzliche Verbot von allen Mitgliedstaaten angewandt werden.<sup>438</sup>

### (c) Die Ad-hoc-Publizität

Die Ad-hoc-Publizität wird in Art. 6 der Richtlinie geregelt. Nach der Richtlinienvorgabe sorgen die Mitgliedstaaten dafür, dass alle Emittenten von Finanzinstrumenten Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, so bald als möglich der Öffentlichkeit bekannt geben. Unbeschadet der Maßnahmen, die getroffen werden können, um der Veröffentlichungspflicht Folge zu leisten, sorgen die Mitgliedstaaten dafür, dass die Emittenten alle Insiderinformationen, die sie der Öffentlichkeit mitteilen müssen, während eines angemessenen Zeitraums auf ihrer Internet-Site anzeigen.<sup>439</sup> Wurde

---

<sup>437</sup> Im Richtlinienvorschlag waren die Beispiele noch als nicht abschließend im Anhang B aufgelistet, vgl. v. *Illberg/Neises*, WM 2002, 636, 646.

<sup>438</sup> Vgl. Begründung zu Art. 5 des Richtlinienvorschlags der EG-Kommission KOM (2001) 281 endg. ABl. 2001 Nr. C 240, 265.

<sup>439</sup> Der ursprüngliche Kommissionsentwurf verwies noch auf die Veröffentlichungsregeln der Richtlinie 2001/34/EG, wonach Insiderinformationen in Tageszeitungen oder dem Publikum durch andere, von den zuständigen Stellen anerkannte gleichwertige Mittel zugänglich gemacht werden, weshalb der Entwurf in diesem Punkt als missglückt galt, vgl. *Grimme/v. Buttlar*, WM 2003, 901, 907.

in der alten Insiderregelung noch von „erheblichen Tatsachen, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind und der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind“ gesprochen, so verwendet die neue Regelung schlicht den Begriff der Insiderinformation. Somit entfällt die Unterscheidung zwischen Insidertatsache und Ad-hoc-Tatsache, was zu einer erheblichen Ausweitung der Ad-hoc-Publizitätspflicht führen wird.<sup>440</sup> Der Gesetzgeber stellt durch diese Angleichung die Funktion der Ad-hoc-Publizität als präventive Maßnahme gegen den Insiderhandel deutlich heraus.<sup>441</sup> Im Zuge dessen wird daher durch Art. 20 die Regelung in Art. 68 der Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie aufgehoben.

In der Begründung des Richtlinienenvorschlags wird diese Regelung mit der Sicherstellung begründet, dass dann, wenn im Zuge der normalen Geschäftstätigkeit nach Art. 2 und 3 eine selektive Weitergabe von Informationen erfolgt, diese Informationen vollständig und tatsächlich dem Publikum bekannt gegeben werden; diese öffentliche Bekanntgabe hat zur selben Zeit wie die selektive Weitergabe stattzufinden. Geschieht diese unabsichtlich, so hat die öffentliche Bekanntgabe „so bald als möglich“<sup>442</sup> zu erfolgen.<sup>443</sup>

Nach Art. 6 Abs. 2 kann der Emittent die Bekanntgabe auf eigene Verantwortung aufschieben, wenn hierdurch die Öffentlichkeit nicht irregeführt wird und der Emittent die Vertraulichkeit gewährleisten kann, sofern die Bekanntgabe den berechtigten Interessen des Emittenten entspricht. Diese Ausnahmeregelung ist in Anlehnung an die französische Gesetzeslage entstanden.<sup>444</sup> In der Begründung zum Kommissionsvorschlag wird als Beispiel ein Gespräch über eine potentielle Übernahme angeführt. Bei dessen Bekanntwerden wären heftige Kursauschläge die Folge, was wiederum zu Schwierigkeiten bei der Preisbestimmung für das Übernahmeangebot führen könnte.<sup>445</sup>

---

<sup>440</sup> Fürhoff, AG 2003, 80.

<sup>441</sup> Schulte, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 77.

<sup>442</sup> Wie sich aus dem Konsultationspapier der Kommission ergibt, ist der Auslegungsspielraum dieses Begriffes sehr eng, da die Kommission hierin eine „unverzügliche“ Veröffentlichung aller neuen kurserheblichen Entwicklungen vorsieht. Das Konsultationspapier ist abrufbar unter:

[http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/de/finances/mobil/transparency.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/mobil/transparency.htm)

<sup>443</sup> Vgl. Begründung zu Art. 6 des Richtlinienenvorschlags der EG-Kommission KOM (2001) 281 endg. ABl. 2001 Nr. C 240, 265.

<sup>444</sup> Fürhoff, Ad-hoc-Publizität, S. 141; Dier/Fürhoff AG 2002, 604, 608. Eine Übersicht zu der französischen Gesetzeslage hinsichtlich der Verantwortlichkeit für falsche Kapitalmarktinformationen findet sich bei Fleischer/Jähnig RIW 2002, 729 ff.

<sup>445</sup> Vgl. Begründung zu Art. 6 des Richtlinienenvorschlags der EG-Kommission KOM (2001) 281 endg. ABl. 2001 Nr. C 240, 265.

Gem. Art. 6 Abs. 3 sehen die Mitgliedstaaten vor, dass Emittenten oder in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen, die Insider-Informationen im normalen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben im Sinne von Art. 3 Buchstabe a) an einen Dritten weitergeben, diese Informationen der Öffentlichkeit vollständig und tatsächlich bekannt zu geben haben. Dies muss zeitgleich bei absichtlicher Weitergabe der Informationen und unverzüglich im Fall einer nicht absichtlichen Weitergabe geschehen. Allerdings entfällt diese Pflicht, wenn die Person, an die die Information weitergegeben wird, zur Vertraulichkeit verpflichtet ist, unabhängig davon, ob sich diese Verpflichtung aus Rechts- oder Verwaltungsvorschriften, einer Satzung oder einem Vertrag ergibt.

Eine weitere wichtige Neuregelung ist die Publizitätspflicht bei sog. „Director's Dealings“ in Art. 6 Abs. 4. Hiernach sind Personen, die bei einem Emittenten von Finanzinstrumenten Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie gegebenenfalls in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen, gehalten, zumindest die zuständige Behörde über alle Eigengeschäfte mit Aktien des genannten Emittenten oder mit sich darauf beziehenden Derivaten oder anderen Finanzinstrumenten zu unterrichten. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass diese Informationen zumindest einzeln der Öffentlichkeit so bald wie möglich auf einfache Weise zugänglich gemacht werden. Die systematische Stellung innerhalb der Marktmissbrauchsrichtlinie zeigt, dass die Festlegung einer Verpflichtung zur Veröffentlichung von „Director's Dealings“ ein Instrument der präventiven Bekämpfung des Marktmissbrauchs ist.<sup>446</sup>

Nach Art. 6 Abs. 5 stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass geeignete Regelungen getroffen werden, wonach Personen, die Analysen von Finanzinstrumenten oder von Emittenten von Finanzinstrumenten oder sonstige für Informationsverbreitungskanäle oder die Öffentlichkeit bestimmte Informationen mit Empfehlungen oder Anregungen zu Anlagestrategien erstellen oder weitergeben, in angemessener Weise dafür Sorge tragen, dass die Information sachgerecht dargeboten wird und etwaige Interessen oder Interessenkonflikte im Zusammenhang mit den Finanzinstrumenten, auf die sich die Information bezieht, offen gelegt werden. Diese Regelungen werden der Kommission mitgeteilt.

Als weitere interessante Neuerung im Bereich der Ad-hoc-Publizität ist Art. 6 Abs. 9 eingeführt worden, worin eine Benachrichtigungspflicht für Personen festgelegt ist,

---

<sup>446</sup> v. Buttlar, BB 2003, 2133.

die berufsmäßig Geschäfte mit Finanzinstrumenten für Kunden durchführen, wenn im Rahmen solcher Geschäfte der begründete Verdacht auf Insiderhandel oder Marktmanipulation entsteht.

Für die Absätze 2, 3, 4, 5 und 9 des Art. 6 erlässt die Kommission wiederum nach dem Verfahren des Art. 17 Abs. 2 die notwendigen Durchführungsmaßnahmen, um den technischen Entwicklungen auf den Finanzmärkten Rechnung zu tragen.

#### (d) Die Sanktionen

Art. 14 sieht die Pflicht vor, unbeschadet des Rechts der Mitgliedstaaten, strafrechtliche Sanktionen zu verhängen, dass sie entsprechend ihrem jeweiligen innerstaatlichen Recht dafür sorgen, bei Verstößen gegen die gemäß dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften gegen die verantwortlichen Personen geeignete Verwaltungsmaßnahmen zu ergreifen oder die Möglichkeit, im Verwaltungsverfahren zu erlassende Sanktionen verhängen zu können. Die zu erlassenden Maßnahmen sollen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sein.

Eine der Unterrichtung dienende Aufstellung der Verwaltungsmaßnahmen und die im Verwaltungsverfahren zu erlassenden Sanktionen werden im Wege des Komitologieverfahrens festgelegt, Art. 14 Abs. 2.

Darüber hinaus haben die Mitgliedstaaten im Einzelnen festzulegen, wie die Verweigerung der Zusammenarbeit nach Art. 12 zu ahnden ist.<sup>447</sup> Sie haben auch die Möglichkeit eine Regelung dahingehend zu treffen, dass einzelne Sanktionen und Maßnahmen, die aufgrund der Richtlinienvorschriften verhängt oder ergriffen wurden, veröffentlicht werden können, es sei denn, die Veröffentlichung würde die Finanzmärkte erheblich gefährden oder bei den Beteiligten zu einem unverhältnismäßigen Schaden führen.

---

<sup>447</sup> Die Vorschrift in Art.12 regelt zum einen die Zusammenarbeit zwischen anderen Behörden, Marktteilnehmern und der jeweiligen Aufsichtsbehörde, die auch Aufgaben auf Marktteilnehmer weiter übertragen kann, zum anderen einen umfangreichen Ermittlungskatalog zu ihren Gunsten.

(e) Die Konkretisierungen im Komitologieverfahren

Am 22.12.2003 erließ die Kommission die ersten drei Durchführungsmaßnahmen zur Konkretisierung der einzelnen Art.<sup>448</sup>

Die Richtlinie 2003/124/EG

Für die vorliegende Arbeit ist zunächst die Richtlinie 2003/124/EG betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation von Bedeutung.

Systematisch baut die Richtlinie die Informationspflichten dahingehend auf, dass Informationen unter einer ex-ante und einer ex-post Betrachtung zur Verfügung stehen und daraus Anlageentscheidungen gefällt, bzw. überprüft werden. Daneben soll die Rechtssicherheit an die genaue Bestimmung der Tatbestandsmerkmale der Insider-Information geknüpft werden, nämlich die präzise Information und die Frage, ob sie den Kurs von Finanzinstrumenten und deren Derivate möglicherweise beeinflussen können. Es wird weitergehend zwischen dem Anlegerschutz- und dem Emittenteninteresse unterschieden. Die Pflicht, relevante Informationen schnell und zeitgleich in den Mitgliedstaaten zu veröffentlichen, steht dem Recht gegenüber, Informationen zurückzuhalten. Hierbei muss sichergestellt werden, dass dadurch keine Insidergeschäfte ermöglicht werden. Schließlich werden bestimmte Umstände als Warnsignale für manipulatives Verhalten vorgegeben, um Marktteilnehmern und Behörden eine bessere Reaktionszeit zu ermöglichen.<sup>449</sup>

Eine Information ist gem. Art. 1 Abs. 1 dann als präzise anzusehen, wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits existieren oder bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten wird. Diese Information muss darüber hinaus spezifisch genug sein, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe

---

<sup>448</sup> Richtlinie 2003/124/EG, Richtlinie 2003/125/EG und die Verordnung (EG)2273/2003 jeweils vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG, Amtsblatt Nr. L 336 vom 23/12/2003 und Amtsblatt Nr. L 339 vom 24/12/2003.

<sup>449</sup> Vgl. hierzu die Presseerklärung der Kommission zum Erlass der ersten Durchführungsmaßnahmen; nachzulesen unter:

[http://www.europa.eu.int/rapid/start/cgi/guesten.ksh?p\\_action.gettxt=gt&doc=IP/04/16/0/RAPID&lg=DE](http://www.europa.eu.int/rapid/start/cgi/guesten.ksh?p_action.gettxt=gt&doc=IP/04/16/0/RAPID&lg=DE)

von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt.

Ob eine Information Kursbeeinflussungspotential hat, ist nach Art. 1 Abs. 2 danach zu beurteilen, ob ein verständiger Anleger sie wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde.

Hinsichtlich der Veröffentlichungsmodalitäten für Insiderinformationen aus Art. 6 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie wird auf die Vorgaben der Art. 102 und 103 der Börsenzulassungsrichtlinie verwiesen. Hiernach müssen die Informationen in einer oder mehreren bestimmten Amtssprachen in Tageszeitungen entsprechend veröffentlicht werden.

Im Folgenden wird auf eine möglichst rasche Informationsveröffentlichung mit ihren diversen Möglichkeiten abgestellt, Emittentenpflichten weiter konkretisiert und festgelegt, wann die Emittenten ihrerseits die obliegenden Pflichten erfüllt haben.

Hinsichtlich eines möglichen manipulativen Verhaltens bei Geschäften oder Geschäftsaufträgen soll – neben den bereits genannten Vorgaben in der Marktmissbrauchsrichtlinie – von den zuständigen Behörden geprüft werden, ob von bestimmten Personen erteilte Geschäftsaufträge oder abgewickelte Geschäfte vorab oder im Nachhinein von der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen durch dieselben oder in enger Beziehung zu ihnen stehenden Personen begleitet wurden. Eine mögliche Untersuchung ist auch dahingehend zu erstrecken, ob Geschäftsaufträge von Personen erteilt bzw. Geschäfte von diesen abgewickelt werden, bevor oder nachdem diese Personen oder in enger Beziehung zu ihnen stehenden Personen Analysen oder Anlageempfehlungen erstellt oder weitergegeben haben, die unrichtig oder verzerrt sind oder ganz offensichtlich von materiellen Interessen beeinflusst wurden.

#### Richtlinie 2003/125/EG

Als Weiteres folgte die Richtlinie 2003/125/EG zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten und die Verordnung Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des

Rates - Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen.

Die Richtlinie 2003/125/EG enthält Standards für die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten. In ihr werden jeweils eigene Standards für die Erstellung von Anlageempfehlungen (für die höhere Anforderungen gelten) und für die reine Weitergabe von durch Dritte erstellten Anlageempfehlungen festgelegt.<sup>450</sup>

Weiterhin geht die Richtlinie auf die für Journalisten verbindlichen Regeln, einschließlich der Selbstkontrolle, Art. 6 der Marktmissbrauchsrichtlinie, ein. Bestimmte Finanzjournalisten haben bestimmte allgemeine Grundsätze einzuhalten; das gilt sowohl für diejenigen, die Anlageempfehlungen erstellen, als auch für diejenigen, die diese weitergeben. Hierdurch sollen bestimmte Schutzmechanismen eingebaut werden sowie im Rahmen der Selbstkontrolle allgemeine Anwendungsgrundsätze geregelt werden. Mit dieser ausgewogenen Lösung wird die Pressefreiheit in vollem Umfang gewahrt und gleichzeitig werden Anleger und Emittenten wirksam vor potenziellen Marktmanipulationen durch Journalisten geschützt, die ihren mitunter erheblichen Einfluss auf die Kursentwicklung zur persönlichen Bereicherung nutzen.<sup>451</sup>

#### Verordnung (EG) Nr. 2273/2003

In der Verordnung der Kommission sind schließlich die technischen Bedingungen für Aktienrückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen für Finanzinstrumente festgelegt. Gem. Art. 8 der Marktmissbrauchsrichtlinie und sofern die Maßnahmen entsprechend diesen Bedingungen durchgeführt werden, gelten die Verbote der Marktmissbrauchsrichtlinie hier nicht.<sup>452</sup>

Im Einzelnen beinhaltet die Verordnung ein sehr detailliertes Regelungssystem: Zunächst werden anhand von Begriffsbestimmungen zusätzliche Definitionen zur Richtlinie festgelegt. Anschließend legt die Verordnung genau fest, in welchem Rahmen Rückkaufprogramme erlaubt sind; im einzelnen regelt sie den Zweck von Rückkaufprogrammen, Bedingungen für Rückkaufprogramme und deren Bekanntgabe, Handelsbedingungen, Verhaltenseinschränkungen während des Rückkaufs. Schließlich enthält sie Bedingungen für Kursstabilisierungsmaßnahmen in zeitlicher Hinsicht, für

---

<sup>450</sup> Vgl. hierzu die Presseerklärung Fn. 450.

<sup>451</sup> Vgl. hierzu die Presseerklärung Fn. 450.

<sup>452</sup> So die knappe Darstellung in der Pressemitteilung Fn. 450.



die Bekanntgabe und Meldung von Kursstabilisierungsmaßnahmen, über spezielle Kursbedingungen und Bedingungen für ergänzende Kursstabilisierungsmaßnahmen.

Allerdings birgt das Verhältnis zwischen Richtlinie und Durchführungsverordnung auch Probleme, die in ihrer Auswirkung auf das nationale Recht noch teilweise ungeklärt sind. Teilweise wird davon ausgegangen, dass Basisrechtsakte den Durchführungsvorschriften im Rang übergeordnet und im Kollisionsfall vorrangig zu behandeln sind.<sup>453</sup> Allerdings erklärt Art. 249 Abs. 2 EGV die unmittelbare Geltung von Verordnungen in Mitgliedstaaten. Daher wird vorgeschlagen, den Anwendungsvorrang der Richtlinie und somit eine normhierarchische Unterordnung der Verordnung durch eine Verordnungsauslegung zu erreichen. Art. 8. der Richtlinie ermächtigt nur zur näheren Umschreibung der Voraussetzungen, unter denen Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen vom Marktmissbrauchsverbot ausgeklammert sind. Dies führt zu einer akzessorischen Anwendbarkeit der Durchführungsverordnung. Im Detail bedeutet dies, dass die Verordnung mit ihrem näher konkretisierten Befreiungstatbestand erst dann ihre Wirkung entfaltet, wenn die Richtlinie in nationales Recht umgesetzt wurde.<sup>454</sup> Die Folge dieser Akzessorietät ist die uneinheitliche Anwendbarkeit der Verordnung in den einzelnen Mitgliedstaaten; denn nur dort, wo bereits Maßnahmen zur Umsetzung ergriffen wurden, kann die Verordnung auch ihre Wirkung entfalten.<sup>455</sup>

### **3 Vergleich der gemeinschaftlichen Regeln und eine Analyse der Marktmissbrauchsregeln aus der Sicht des Anlegerschutzes**

Es soll zunächst noch einmal an die Kritik von *Assmann* erinnert werden, der eine Politik der Konzeptionslosigkeit der Europäischen Gemeinschaft bei der Auswahl der Rechtsangleichungsfelder und der Rechtsangleichungsmuster anprangerte.<sup>456</sup> Nach seiner Ansicht war hierfür das Fehlen eines theoriegeleiteten Masterplans ausschlaggebend, der die Eigenschaften des erstrebten Endprodukts, nämlich eines op-

---

<sup>453</sup> *Wichard*, in *Callies/Ruffert*, Art. 202 EGV, Rn. 5ff.

<sup>454</sup> Zu den Einzelheiten *Streinz/Ohler*, WM 2004, S. 1309, 1313.

<sup>455</sup> *Streinz/Ohler*, WM 2004, S. 1309, 1313 stellen hier zu Recht die Frage, welchen Sinn der Lamfalusy Prozess dann noch haben soll. Allerdings ist nicht ersichtlich, warum diese Diskussion nur im Rahmen der Durchführungsverordnung und nicht auch hinsichtlich der Durchführungsrichtlinien geführt wird. Zwar führen sie grundsätzlich nicht zu einer direkten Anwendbarkeit ihrer Inhalte im nationalen Recht, aber ihre Wirkungen können sich doch, nach dem hier gesagten, auch nur dann entfalten, wenn der Basisrechtsakt umgesetzt wurde.

<sup>456</sup> Vgl. nochmals *Assmann*, Harmonisierung, 61, 76 ff.

timalen Regelwerks für einen effizienten europäischen Binnenmarkt für Kapital, vorab definieren und die hierfür erforderlichen Einzelschritte festlegen würde.

Auch die Analyse *Mülberts* sei hier noch einmal erwähnt.<sup>457</sup> Zustimmung erfährt *Assmann* soweit, als man den Status aus dem Blickwinkel des Rechtsangleichungsverfahrens betrachtet. Unter dem ersten Eindruck des im Lamfalussy-Bericht vorgesehenen Aktionsrahmens für die Finanzdienstleistungen kommt auch er zu dem Ergebnis, dass das resultierende Programm weiterreichender Rechtsangleichungsmaßnahmen marktgetrieben ist und nicht auf einem theoretischen Integrationskonzept beruht. Ein anderes Bild ergibt sich aber seiner Ansicht nach, wenn man die Konzeptionsfrage auf den Bestand des europäischen Kapitalmarktrechts bezieht, also auf das Resultat statt auf das Verfahren der Rechtsangleichung. In Übereinstimmung mit *Heinze*<sup>458</sup> sieht er in den neu erlassenen, aber auch in den konsolidierten Richtlinien ein kapitalmarktrechtliches Publizitäts- und Beratungsmodell, das die in den Richtlinien vorgesehen Informations- und Aufklärungs- und Beratungspflichten sinnhaft aufeinander bezieht.

Es ist unbestritten, dass als bedeutendstes Praxisproblem die unterschiedliche Rechtslage in den einzelnen Mitgliedstaaten hinsichtlich der Prävention und der Ahndung von Marktmissbrauch anzusehen ist. So sind in manchen EU-Staaten bestimmte marktmissbräuchliche Handlungen mit einer hohen Strafandrohung versehen, in anderen mit einer geringen und in manchen sogar vollkommen sanktionslos.<sup>459</sup>

Ob sich nun ein messbarer Fortschritt bei den Defiziten im europäischen Kapitalmarktrecht ergibt, wird nunmehr zu klären sein, indem die alten und neuen Regeln im Bereich des Marktmissbrauchs und der Ad-hoc-Publizität aus der Sicht des Anleger-schutzes miteinander verglichen werden.

## **a) Der Marktmissbrauch**

### **(1) Die Insiderregelung**

Die Definition der Insiderinformation in Art. 1 Abs.1 hat sich im Wesentlichen im Vergleich zur Insiderrichtlinie kaum verändert. Allerdings werden nunmehr alle Finanzin-

---

<sup>457</sup> Vgl. nochmals *Mülbert*, WM 2001, 2085, 286.

<sup>458</sup> *Heinze*, Kapitalmarktrecht, 277 ff.

<sup>459</sup> v. *Illberg/Neises*, WM 2002, 636, 645.

strumente im Sinne der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie einschließlich der Waren-derivate erfasst. Hierdurch sollen die Entwicklungen der letzten Jahre erfasst und dem Aufkommen neuer Produkte Rechnung getragen werden.<sup>460</sup> Diese Ausweitung war ein Teil der Reaktion durch die Kommission darauf, dass der bestehende Rechtsrahmen zum Schutz der Marktintegrität bis dato unvollständig war.<sup>461</sup>

Daneben kann die Insiderinformation den Emittenten direkt oder indirekt betreffen, womit ein mittelbarer Bezug nunmehr ausreicht. Beispielfhaft wird als Information mit indirektem Bezug zu einem Emittenten oder Finanzinstrument diejenige aufgeführt, die die Preisentwicklung und –bildung auf einem geregelten Markt als solche beeinflussen kann, wie dies bei einem Terrorangriff der Fall wäre.

Die Insiderinformation muss präzise sein. Was das bedeutet, wurde bereits im Komitologieverfahren entwickelt. Hiernach ist eine Information dann als präzise anzusehen, wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits existieren oder bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden. Ebenso gilt dies für ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten wird, und diese Information darüber hinaus spezifisch genug ist, dass sie einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zulässt.<sup>462</sup>

Mit einer "Insider-Information, die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente spürbar zu beeinflussen" ist eine Information gemeint, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde.<sup>463</sup>

---

<sup>460</sup> Leppert/Stürwald ZBB 02, 90, 91.

<sup>461</sup> Seitz, BKR 2002, 340, 343.

<sup>462</sup> Vgl. hierzu Art. 1, Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend, die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. Nr. L 339 vom 24/12/2003 S. 70 – 72.

<sup>463</sup> Vgl. hierzu Art. 1, Abs. 2 der Richtlinie 2003/124/EG, ABl. Nr. L 339 vom 24/12/2003 S. 70 – 72.

Das Beeinflussungspotential der Information muss „erheblich“ sein; im Vergleich zu dem Begriff „beträchtlich“ aus der Insiderrichtlinie dürfte sich hier keine Neuerung ergeben.<sup>464</sup>

In Bezug auf Warenderivate ist die „Insider-Information“ eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt ein oder mehrere solcher Derivate betrifft und von der Teilnehmer an Märkten, auf denen solche Derivate gehandelt werden, erwarten würden, dass sie diese Informationen in Übereinstimmung mit der zulässigen Praxis an den betreffenden Märkten erhalten würden. Hierbei fällt auf, dass auf das Tatbestandsmerkmal des Kursbeeinflussungspotentials verzichtet und auf den Empfängerhorizont der Marktteilnehmer abgestellt wurde.<sup>465</sup> Unter der zulässigen Marktpraxis sind anerkannte Gepflogenheiten zu verstehen, die auf einem oder mehreren Finanzmärkten nach vernünftigem Ermessen erwartet und von den zuständigen Behörden gemäß den Leitlinien, die von der Kommission nach dem Verfahren des Art. 17 Abs. 2 erlassen werden, vgl. Art 1 Abs. 5.

Die Neuerung im Bereich des Art. 1 bewirken, dass der Anlegerschutz ausgeweitet und gestärkt wird. Durch die Ausdehnung des Anwendungsbereichs werden nunmehr auch die Finanzinstrumente erfasst, die zuvor unberücksichtigt waren. Es lässt sich hier zumindest feststellen, dass die Richtlinie die fortgeschrittenen technischen Entwicklungen auf den Kapitalmärkten wieder eingeholt hat. Daneben wurde der Schutz aber auch weiter in die Tiefe verlagert, da nunmehr auch mittelbare Informationen erfasst werden.

Von der Insiderrichtlinie unterscheidet sich die neue Formulierung des Verbotstatbestands insoweit, als nunmehr von „Nutzung“ der Information im Gegensatz zu „unter Ausnutzung“ gesprochen wird. Zur Begründung heißt es, dass im Verwaltungsverfahren die bloße Verwendung einer Insiderinformation geahndet und daher jede auf einen Zweck oder Vorsatz verweisende Komponente gestrichen werden solle.<sup>466</sup> Der weitgehende Verzicht auf subjektive Tatbestandsmerkmale bei den Verbotsnormen in der Richtlinie entspricht dem erklärten Willen der Kommission, wie sich dies deutlich in der englischen Fassung zeigt, die statt „taking advantage of that information“

---

<sup>464</sup> Leppert/Stürwald ZBB 02, 90, 91 sprechen insoweit von einem Übersetzungsfehler im deutschen Text des Richtlinienvorschlags.

<sup>465</sup> Grimme/v. Buttlar WM 2003, 901, 905.

<sup>466</sup> Leppert/Stürwald ZBB 2002, 90, 92.

die Formulierung „using that information“ verwendet.<sup>467</sup> Die Streichung erfolgte, da die Insider zwangsläufig permanent mit derartigen Informationen in Kontakt kommen und sich des Insidercharakters auch bewusst sind.<sup>468</sup>

Die Klarstellung, dass nunmehr auch juristische Personen oder Personenvereinigungen wegen der Möglichkeit der Wissenszurechnung Insider sein und somit auch unter den Verbotstatbestand des Insiderhandels fallen können, ist zu begrüßen.<sup>469</sup>

Ein wichtiger Punkt für den Anlegerschutz ist die Ausdehnung der Verbotsnorm auf den Versuch des Insiderhandels. Warum dies allerdings auf den Erwerb und die Veräußerung eines Finanzinstrumentes beschränkt ist, nicht aber auch für das Weitergabe und Empfehlungsverbot gilt, ist nicht ersichtlich. Ob sich hier eine Lücke ergibt, die sich auch in der Praxis negativ auswirken wird, bleibt abzuwarten.

## **(2) Die Marktmanipulation**

Es muss grundsätzlich als großer Fortschritt gewertet werden, dass nunmehr auch die Marktmanipulation in den Focus des Gesetzgebers geraten und geregelt worden ist.

Allerdings sind auch gerade hinsichtlich dieser Neuregelung erste kritische Stimmen laut geworden, die zwar die Aufnahme der Marktmanipulation als Fortschritt werten, die Umsetzung in der Richtlinie hingegen als ungenügend, zumindest aber als lückenhaft bewerten.

Zunächst wird gegen die Definition der Marktmanipulation eingewandt, sie sei zu weit, mit der Folge eines Verstoßes gegen das Bestimmtheitsgebot, wenn eine entsprechende Umsetzung in Strafnormen erfolge.<sup>470</sup> Selbst bei einer erfolgreichen Umsetzung auf nationaler Ebene bestehe immer noch die Gefahr, dass die verschiedenen Regelungen in den Mitgliedstaaten infolge der weiten, unpräzisen europarechtlichen Vorgaben so unterschiedlich umgesetzt wurden, dass nach wie vor Differenzen hinsichtlich der Strafbarkeit eines Verhaltens in den verschiedenen Mitgliedsländern bestehen könnten.<sup>471</sup> Dieser eher pessimistischen Einschätzung kann zugute gehalten werden, dass die Erfahrungen aus den früheren Gemeinschaftsregelungen ein

---

<sup>467</sup> Dier/Fürhoff, AG 2002, 604, 607, wo darauf hingewiesen wird, dass „Nutzung“ richtlinienkonform im Sinne einer „Verwendung“ und nicht im Sinne einer „Ausnutzung“ auszulegen sein wird.

<sup>468</sup> Leppert/Stürwald ZBB 2002, 90, 92.

<sup>469</sup> Leppert/Stürwald ZBB 2002, 90, 92.

<sup>470</sup> Illberg/Neises, WM 2002, 636, 646.

<sup>471</sup> Illberg/Neises, WM 2002, 636, 646.

ähnliches Bild zeichnen. Allerdings wird hier außer Acht gelassen, dass sich viele Probleme auf der dritten Stufe durch eine wirksame Kooperation der nationalen Aufsichtsbehörden bei der Anwendung der Regeln lösen lassen. Da auf dem Gebiet des Insiderrechts diesbezüglich bereits praktische Erfahrungen bestehen, besteht die berechtigte Hoffnung, dies auch im Bereich der Marktmanipulation zu erreichen. Bei aller Kritik gilt es darüber hinaus zu bedenken, dass im Komitologieverfahren konkrete Beispiele über die des Richtlinien textes hinaus aufgeführt sind, die für die zuständigen Behörden Signalwirkung entfalten und zu einer weiteren Überprüfung des Sachverhaltes Anlass geben sollen. Im Einzelnen wird gewissen Marktveränderungen Signalwirkung zugesprochen.<sup>472</sup> Das ist z.B. der Fall, wenn Geschäftsaufträge hinsichtlich des Umfangs einen bedeutenden Teil des Tagesvolumens mit dem jeweiligen Finanzinstrument ausmachen, insbesondere wenn dies zu erheblichen Kursveränderungen führt. Dies gilt auch für die Veränderungen des Kurses eines Finanzinstruments, des jeweiligen Derivats oder des Basisvermögenswertes bei Geschäften von Personen mit einer bedeutenden Kauf- oder Verkaufsposition. Eine Überprüfung soll weiterhin stattfinden, soweit ein Geschäft keine Identitätsveränderung des wirtschaftlichen Eigentümers des Finanzinstruments nach sich zieht.

Wenn bei großvolumigen Geschäften die Positionen innerhalb kurzer Zeit gewechselt werden und diese als Ausgangspunkt für eine erhebliche Kursveränderung des Finanzinstruments zu werten sind, soll eine Indizwirkung für Marktmanipulation vorliegen.

Schließlich sorgen die Mitgliedstaaten für eine Überprüfung, soweit durch den Umfang eines Geschäfts die bisher erteilten besten Kurse für Angebot und Nachfrage eines Finanzinstruments verändert werden. Dies gilt genauso für Geschäfte, die zeitnah zu dem Moment abgewickelt werden, wenn Referenzkurse, die Abrechnungskurse und die Bewertungen berechnet werden und diese zu Kursveränderungen führen, die sich eben auf diese Kurse und Bewertungen auswirken.

Wie die Kommission in ihrem Richtlinien vorschlag zu den oben genannten Beispielen ausführt, stellen diese Signale als solche noch keine Marktmanipulation dar, sondern sollen lediglich als Warnungen vor manipulativem Verhalten zu verstehen sein.<sup>473</sup>

---

<sup>472</sup> Vgl. zu den Einzelheiten Art. 4 der Richtlinie 2003/124/EG, ABl. Nr. L 339 vom 24/12/2003 S. 70 – 72.

<sup>473</sup> Die jeweiligen Arbeitsdokumente sind abzurufen unter [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/abuse/index\\_de.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/securities/abuse/index_de.htm)

Anhand dieser Anzeichen soll es den Behörden und den Marktteilnehmern erleichtert werden, Anzeichen der Marktmanipulation auszumachen, die vor und nach Erteilung eines Auftrages oder der Transaktion zu berücksichtigen sind.

Vom Grundsatz her ist es sicherlich von Vorteil, wenn bestimmte manipulative Verhaltensweisen katalogisiert, bzw. die Beschreibungen der Auswirkungen manipulativen Handels aufgezeigt werden. Allerdings stellt sich die Frage, wem diese Auflistung nützen soll. Sowohl die Aufsichtsbehörden als auch Großanleger sind als Kenner der Materie bestens mit gewissen Schemata vertraut und können aus bestimmten Marktverläufen ihre eigenen Rückschlüsse ziehen. Somit bleibt der sog. Kleinanleger übrig, für den sich die Frage stellt, ob er wirklich in der Lage ist, aus der Marktkomplexität heraus diese Anzeichen zu filtern und zu registrieren, um im Anschluss daraus auch noch die richtigen Rückschlüsse zu ziehen. Insgesamt ist die Befürchtung zu äußern, dass die Vorgabe des Gemeinschaftsgesetzgebers letztendlich zu einer Überfrachtung der nationalen Gesetze führen wird.

Dies gilt wohl auch für die Komitologievorgaben des Art. 5 hinsichtlich der Konkretisierung von Art. 1 Abs. 2 b der Insiderrichtlinie.<sup>474</sup> Auch hier wird von den Mitgliedstaaten verlangt, eine Nachprüfung auf mögliches manipulatives Verhalten durchzuführen, hinsichtlich der Frage ob von bestimmten Personen erteilte Geschäftsaufträge oder abgewickelte Geschäfte vorab oder im Nachhinein von der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen durch dieselben oder in enger Beziehung zu ihnen stehenden Personen begleitet wurden. Weiterhin gilt dies hinsichtlich der Frage, ob Geschäftsaufträge von Personen erteilt, bzw. Geschäfte von diesen abgewickelt werden, bevor oder nachdem diese Personen oder in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen Analysen oder Anlageempfehlungen erstellt oder weitergegeben haben, die unrichtig oder verzerrt sind oder ganz offensichtlich von materiellen Interessen beeinflusst wurden.

Gemäß Art. 2 Abs. 3 findet das Insiderhandelsverbot keine Anwendung auf Geschäfte, die getätigt werden, um einer fällig gewordenen Verpflichtung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten nachzukommen, wenn diese Verpflichtung auf einer Vereinbarung beruht, die geschlossen wurde, bevor die betreffende Person die Insiderinformation erhalten hat. Diese Regelung birgt mehrere Probleme in sich. So zunächst, welche Art von Verpflichtungen durch die Regelung erfasst werden sol-

---

<sup>474</sup> Vgl. Art. 5 der Richtlinie 2003/124/EG, ABl. Nr. L 339 vom 24/12/2003 S. 70 – 72.

len und welcher rechtlichen Natur eine solche Vereinbarung sein soll. Weiterhin beinhaltet die Regelung insofern Gefahrenpotential, als sie durch eine nachträgliche, kollusiv geschlossene und vordatierte Vereinbarung mit einem Dritten missbraucht werden kann.<sup>475</sup> Problematisch erscheint daneben, dass weitere Konkretisierungsmaßnahmen nicht im Komitologieverfahren geregelt werden sollen, obwohl sich aus den aufgezeigten Problemen ein Regelungsbedarf ergibt.

Kritisiert wird die Konkretisierung der safe harbour Bestimmungen<sup>476</sup> auf Ebene des Komitologieverfahrens.<sup>477</sup> Zunächst ist festzuhalten, dass diese Rechtsfigur aus dem angloamerikanischen Recht stammt und zumindest dem deutschen Recht so nicht bekannt ist. Hieraus resultiert auch die Unklarheit über deren rechtlichen Anwendungsbereich, da mit ihrer Anwendung sowohl ein Ausschluss auf Tatbestandsebene als auch eine Einordnung als Rechtfertigungsgrund in Betracht kommt. Woraus die Kritik aber gegen die Verlagerung der Konkretisierung auf die Ebene des Komitologieverfahrens resultiert, wird nicht ganz deutlich. Gerade im Komitologieverfahren wird ein höherer Grad an Effektivität erreicht, da auf Expertenebene ein höherer Kompetenzinput gewährleistet wird.

Wenn auch die Ausnahmeregelung des Art. 8 mit einigen Gefahren für Anleger verbunden sein mag, so überzeugt doch das Argument aus dem Richtlinienentwurf, welches den Ausnahmetatbestand begründet. Auf der einen Seite muss beim Handel mit eigenen Aktien oder bei der Kurspflege sicherlich Transparenz gewährleistet sein, um Insidergeschäfte oder irreführende Signale an die Märkte zu verhindern. Dies soll durch die Regeln im Komitologieverfahren festgelegt werden.<sup>478</sup> Daneben können Geschäfte mit eigenen Aktien den Sinn haben, dass das Eigenkapital des Emittenten gestärkt wird, was somit auch im Interesse der Anleger liegt. In vielen Fällen ist es aus völlig legitimen wirtschaftlichen Gründen notwendig, für eine begrenzte Zeit im Rahmen einer Erstemission oder Zweitplatzierung die Kurse zu stabilisieren. Eine derartige Kurspflege kann das Anlegervertrauen festigen und kleine und mittlere

---

<sup>475</sup> *Dier/Fürhoff*, AG 2002, 604, 607 verweisen an dieser Stelle zu Recht auf die übliche Praxis von Großaktionären börsennotierter Unternehmen, die ihre Aktienpakete als Sicherung für gewährte Millionendarlehen verpfänden und im Sicherungsfall einer Ablösungs- oder Nachschusspflicht bewusst nicht nachkommen, um so den Sicherungsnehmer zu einer Verwertung durch den Aktienverkauf zu veranlassen.

<sup>476</sup> Vgl. die ausführliche Darstellung zum Problem der Kurspflege bei *Schäfer*, WM 1999, 1345 ff, der die Zulässigkeit und Grenzen der Kurspflege untersucht.

<sup>477</sup> *Illberg/Neises*, WM 2002, 636, 647.

<sup>478</sup> Vgl. hierzu die Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates - Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen.



Unternehmen ermutigen, auf den Kapitalmarkt zu gehen.<sup>479</sup> Diese Rechtsfigur ist nach allem mit Vor- als auch mit Nachteilen behaftet.<sup>480</sup> Für den Emittenten birgt die Neuregelung im Bereich der Marktaktivitäten Rechtssicherheit. Allerdings besteht die Gefahr, dass unter dem Vorwand von Kursstabilisierungsmaßnahmen und Aktienrückkaufprogrammen strafbewehrtes Verhalten nur schwer erfasst und geahndet werden kann, weshalb den zu erlassenden Durchführungsmaßnahmen – nicht nur aus Anlegersicht – ein besonderer Augenmerk zukommen wird.<sup>481</sup> Allerdings gelten nach Ansicht der wertpapierhandelsrechtlichen Literatur die Kurspflegemaßnahmen nicht als das Ausnutzen der Kenntnis einer Insidertatsache, sondern sind als Ausführung einer unternehmerischen Entscheidung einzustufen, sofern sie nicht durch das Wissen um bestimmte Insidertatsachen, sondern durch die Abweichung des Markt- oder Börsenpreises der Wertpapiere von einem Preis oder Preiskorridor veranlasst sind.<sup>482</sup>

Problematisch ist indes der Verzicht auf subjektive Tatbestandsmerkmale bei dem Verbot der Marktmanipulation. Ob dies in der Praxis umsetzbar ist, erscheint fraglich.<sup>483</sup> Gewisse objektive Handlungen gehören zu den üblichen Handlungsaktivitäten professioneller Börsenhändler, weshalb eine sinnvolle Abgrenzung zwischen zu missbilligender Kursmanipulation und marktüblichen gewöhnlichen Handelsaktivitäten nur über subjektive Merkmale erfolgen kann. Ebenso erscheint es eher als systemfremd, die Aufnahme krimineller Aktivitäten als eine Qualifikation zum Primärsider zu werten, zumal die Differenzierung zwischen Primär- und Sekundärsider in der nationalen Umsetzung keine Bedeutung mehr haben dürfte.<sup>484</sup>

---

<sup>479</sup> Vgl. Begründung zu den Art. 7, 8 des Richtlinienvorschlags der EG-Kommission KOM (2001) 281 endg. ABl. 2001 Nr. C 240, 265.

<sup>480</sup> An dieser Stelle ist erwähnenswert, dass nach dem 2. Erwägungsgrund der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 Geschäfte mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Maßnahmen zur Stabilisierung des Kurses von Finanzinstrumenten, auch wenn sie nicht in Einklang mit den für Artikel 8 der Richtlinie 2003/6/EG erlassenen Durchführungsbestimmungen freigestellt erfolgen, nicht per se als Marktmissbrauch gewertet werden sollten.

<sup>481</sup> *Dier/Fürhoff*, AG 2002, 604, 605.

<sup>482</sup> *Leppert/Stürwald*, ZBB 90, 97; *Schäfer*, WM 1999, 1345, 1350.

<sup>483</sup> *Dier/Fürhoff*, AG 2002, 604, 609.

<sup>484</sup> *Dier/Fürhoff*, AG 2002, 604, 609.

## b) Die Ad-hoc-Publizität

Die Ad-hoc-Publizität befindet sich an der Nahtstelle zwischen dem Gesellschafts- und dem Kapitalmarktrecht.<sup>485</sup> Zunächst nur aus Transparenzgründen etabliert, entwickelten sich die Regelungen zur Ad-hoc-Publizität nunmehr zu einem wichtigen Instrument für die Bekämpfung von Insiderkriminalität.<sup>486</sup> Diese Funktion ist durch die Marktmissbrauchsrichtlinie fortgeführt worden. Fest steht zunächst, dass ein Spannungsfeld zwischen der frühzeitigen Information der Anleger bzw. der Vermeidung von Insiderkriminalität einerseits und dem Schutz der berechtigten Interessen der Emittenten an Vertraulichkeit andererseits besteht. Es muss also sichergestellt werden, dass die Unternehmen ihren Wettbewerbsvorsprung nicht schon vor der Realisierung der Konkurrenz preisgeben müssen und in Krisensituationen nicht durch die sofortige Ad-hoc-Publizität um realistische Sanierungschancen gebracht werden.<sup>487</sup>

Der inhaltliche Zusammenhang zwischen Insiderverbot und Ad-hoc-Publizität ist unbestritten, da es in beiden Fällen um Personengruppen geht, die über Informationen verfügen, die dem breiten Publikum nicht zugänglich, zumindest aber nicht bekannt sind. Dennoch waren beide Fallgruppen ursprünglich in unterschiedlichen Richtlinien geregelt. Während die Insiderrichtlinie ein Verbot zur Ausnutzung kursbeeinflussender Informationen festschrieb, setzte die Börsenzulassungsrichtlinie auf Publizität.<sup>488</sup>

Im Vergleich zur bisherigen unterschiedlichen Regelung von „Tatsache“ in der Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie und „Information“ in der Insiderrichtlinie erweitert die neue Gemeinschaftsregelung den Umfang der Veröffentlichungspflicht von Emittenten durch eine Vereinheitlichung der beiden Definitionen.<sup>489</sup> Hierdurch, und das ist hinsichtlich des Fortschritts für den Anlegerschutz entscheidend, stellt der Gesetzgeber die Funktion der Ad-hoc-Publizität als präventive Maßnahme klar heraus.

Die Zusammenlegung beider Regelungen ist als positive Weiterentwicklung zu werten, da nunmehr gleiche Rahmenbedingungen gelten und die Übersichtlichkeit gewahrt bleibt. Umstritten ist jedoch, ob die entfallene Unterscheidung zwischen Ad-hoc-Publizität und Insidertatsache als Fortschritt zu werten ist. Einerseits wird die

---

<sup>485</sup> Vgl. hierzu auch die Untersuchungen von Möllers, ZGR 1997, 334 ff; AG 1999, 433, 434, der die Grenzziehung zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht untersucht hat. Vgl. hierzu auch Weitbrecht, EWS 1994, 418 ff.

<sup>486</sup> Fürhoff, AG 2003, 80, 83.

<sup>487</sup> Fürhoff, AG 2003, 80, 83.

<sup>488</sup> Deckert/ von Rüden, EWS 1998, 46, 51.

<sup>489</sup> Schulte, in Möllers/Rotter, S. 77.

Ausweitung vom Standpunkt der Gesetzessystematik aus als problematisch eingestuft, da die Abgrenzung als zu weitgehend empfunden wird.<sup>490</sup> Andererseits wird diese Anpassung ausdrücklich begrüßt.<sup>491</sup> Das wirkungsvollste Mittel liege in einer möglichst weiten Transparenz, welche den Informationsvorsprung der Insider beseitige. Daneben werde den berechtigten Interessen der Emittenten an einer Geheimhaltung von offen zu legenden Tatsachen durch die in Art. 6 Abs. 2 der Richtlinie vorgesehene Verzögerung der Ad-hoc-Publizität Geltung verschafft. Dem ist zuzustimmen, denn hierdurch erfährt der Anlegerschutz eine Stärkung, da eine breitere Informationspflicht konstituiert wird. Die Erweiterung der Ad-hoc-Publizitätspflicht schließt nämlich nunmehr Informationen ein, die „direkt oder indirekt“ den Emittenten betreffen, während die Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie nur eine „Tatsache“ verlangte „die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten ist“.

Als problematisch stellt sich allerdings der Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizitätspflicht dar, der hinsichtlich der Veröffentlichungspflichten für Emittenten gilt. Gem. Art. 9 Abs. 3 gelten die Veröffentlichungspflichten für Art. 6 Abs. 1-3 nur für Emittenten, die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat beantragt oder erhalten haben. Hieraus folgt, dass somit nur die Arten von Wertpapieren erfasst sind, die im Amtlichen und Geregelten Markt an einer inländischen Börse zugelassen sind, nicht hingegen die Wertpapiere, die in den Freiverkehr einer inländischen Börse einbezogen sind.<sup>492</sup> Berechtigterweise wird gegen diese Einschränkung vorgebracht, dass in den Freiverkehr einbezogene Wertpapiere ebenfalls als Insiderpapiere zu qualifizieren sind und damit den Insiderhandelsverboten unterliegen. Demzufolge würde die Ad-hoc-Publizität als insiderrechtliche Präventivmaßnahme dazu beitragen, dass die mit den veröffentlichungspflichtigen Sachverhalten vertrauten Insider nicht zu Lasten uninformatierter Anleger missbräuchlich Vorteile aus ihrem Informationsvorsprung ziehen können.<sup>493</sup>

Der Gesetzgeber hat die schwierige Gratwanderung zwischen Veröffentlichungspflicht und Emittentenschutz mit der Überantwortung des Veröffentlichungszeitpunktes in die Entscheidungsfindung des Emittenten allem Anschein nach gut gemeistert. Die in Art. 6 Abs. 2 festgeschriebene Regelung ist sicherlich eine der bedeutendsten Änderungen. Hiernach darf der Emittent die Bekanntgabe einer Insiderinformation

---

<sup>490</sup> Seitz, BKR 2002, 340, 343; Möllers, ZBB 2003, 390 ff.

<sup>491</sup> Grimme/v. Buttlar, WM 2003, 901, 906, m.w.N.

<sup>492</sup> Grimme/v. Buttlar, WM 2003, 901, 906.

<sup>493</sup> Grimme/v. Buttlar, WM 2003, 901, 906, m.w.N.

verzögern, wenn sonst seine berechtigten Interessen beeinträchtigt würden, allerdings nur dann, sofern die Öffentlichkeit nicht irregeführt wird und der Emittent die Vertraulichkeit gewährleisten kann.<sup>494</sup> Zum einen wird dem Unternehmen dadurch der nötige Spielraum gelassen, Entscheidungen zu treffen, ohne unter einem Öffentlichkeitsdruck zu stehen, zum anderen ist der Emittent aber auch gehalten, den Anlegern zeitnah die entsprechenden Informationen zu präsentieren. Darüber hinaus wird diese Regelung als positiv empfunden, da die Unternehmen nicht um jede Ausnahmegenehmigung auf dem bürokratischen Weg „betteln“ müssen, sondern eigenverantwortlich ihren Informationsfluss kontrollieren können.<sup>495</sup> Allerdings wird in dieser Regelung auch die Gefahr gesehen, dass die Unternehmen einem höheren Entscheidungsdruck ausgesetzt sind, da eine Fehlentscheidung als Verletzung der Publizitätspflicht gesehen werden kann.<sup>496</sup>

Als berechtigtes Interesse werden im Komitologieverfahren nicht abschließend die Beispiele von laufenden Verhandlungen oder damit verbundene Umstände genannt, wenn das Ergebnis oder der normale Ablauf dieser Verhandlungen von der Veröffentlichung wahrscheinlich beeinträchtigt werden würden. Dies sei insbesondere der Fall, wenn die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten stark und unmittelbar gefährdet ist - auch wenn er noch nicht unter das geltende Insolvenzrecht fällt. In diesem Fall kann die Bekanntgabe von Informationen für einen befristeten Zeitraum verzögert werden, sollte eine derartige Bekanntgabe die Interessen der vorhandenen und potenziellen Aktionäre ernsthaft gefährden, indem der Abschluss spezifischer Verhandlungen vereitelt werden würde, die eigentlich zur Gewährleistung einer langfristigen finanziellen Erholung des Emittenten gedacht sind. Weiterhin fällt unter die Beispiele des berechtigten Interesses der Fall, dass das Geschäftsführungsorgan eines Emittenten Entscheidungen getroffen oder Verträge abgeschlossen hat, die der Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten bedürfen, um wirksam zu werden. Dies gilt, sofern die Struktur eines solchen Emittenten die Trennung zwischen diesen Organen vorsieht und eine Bekanntgabe der Informationen vor der Zustimmung zusammen mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass diese Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden würde.

---

<sup>494</sup> vgl. hierzu die französische Regelung in Art. 4 S. 2 Règlement no. 98-7 sowie Art. 72 des schweizerischen Kotierungsreglements.

<sup>495</sup> Gehrt, S. 168.

<sup>496</sup> Gehrt, S. 168.

Die Veröffentlichung der Insiderinformationen darf vom Emittenten nur dann verzögert werden, wenn das Anlegerpublikum nicht irregeführt wird und der Emittent in der Lage ist, die Geheimhaltung der relevanten Informationen zu gewährleisten. Hier ist der Maßnahmenkatalog wie folgt aufgebaut: Der Emittent hat zunächst wirksame Vorkehrungen zu treffen, um zu verhindern, dass andere Personen als solche, deren Zugang zu Insider-Informationen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben innerhalb des emittierenden Instituts unerlässlich ist, Zugang zu diesen Informationen erlangen. Weiterhin muss der Emittent die erforderlichen Maßnahmen ergreifen, um zu gewährleisten, dass jede Person, die Zugang zu solchen Informationen hat, die sich daraus ergebenden rechtlichen sowie regulatorischen Pflichten anerkennt und sich der Sanktionen bewusst ist, die bei einer missbräuchlichen Verwendung bzw. einer nicht ordnungsgemäßen Verbreitung derartiger Informationen verhängt werden. Schließlich hat der Emittent dafür Sorge zu tragen, dass er Maßnahmen ergriffen hat, die eine unmittelbare Bekanntgabe der Informationen für den Fall gestatten, dass der Emittent nicht in der Lage war, die Vertraulichkeit der entsprechenden Insider-Informationen unbeschadet Art. 6 Abs. 3 der Richtlinie 2003/6/EG zu gewährleisten.

Die letztgenannte Maßnahme geht über den ursprünglichen Kommissionsentwurf hinaus und wurde von der CESR vorgeschlagen.<sup>497</sup> Indes erscheint sie für den Anlegerschutz als besonders wichtig, da bei einer Verzögerung der Veröffentlichung immer die Gefahr besteht, dass Insiderinformationen unkontrolliert bekannt oder zu Insidergeschäften ausgenutzt werden.<sup>498</sup> Somit birgt diese Regelung eine weitere Sicherheit, die sowohl zu Gunsten der Anleger als auch zu Gunsten der Emittenten positive Wirkung entfaltet.

Die zuständige Aufsichtsbehörde hat alle erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, damit sichergestellt wird, dass die Öffentlichkeit ordnungsgemäß informiert wird. Hier wird eine Sanktionierung von unterlassenen Anzeigen erwogen, wobei die möglichen Verstöße im Rahmen der Jahresabschlussprüfung festgestellt werden könnten.<sup>499</sup> Die Regelung in Art. 6 Abs. 7 wird von Art. 11 und Art. 12 flankiert, bzw. erweitert, indem eine Aufsichtsbehörde, unbeschadet von den Zuständigkeiten der Justizbe-

---

<sup>497</sup> Ratschlag Nr. 2 der CESR-Empfehlung. Bei der CESR handelt es sich um die Nachfolgeorganisation der FESCO, die die Kommission auf der 2. Stufe bei der Ausarbeitung der technischen Durchführungsmaßnahmen berät. Die CESR setzt sich aus jeweils einem Vertreter pro Mitgliedstaat zusammen, der von den nationalen Aufsichtsbehörden gestellt wird. Die Empfehlungen sind unter <http://www.europefesco.org/v1/default.asp> abrufbar.

<sup>498</sup> *Grimme/v. Buttlar*, WM 2003, 901, 909.

<sup>499</sup> *Fürhoff*, AG 2003, 80, 85.

hörde, benannt werden muss, der weitreichende Möglichkeiten zur Sachverhaltsaufklärung an die Hand gegeben werden.

Die Insiderinformation ist „so bald als möglich“ zu veröffentlichen. Hierbei soll nach dem Richtlinienentwurf auf den Eintritt des kurssensiblen Sachverhaltes abzustellen sein, ohne dass es darauf ankommt, ob bereits ein formgerechter Abschluss vorliegt.<sup>500</sup> Darüber hinaus sieht der Entwurf vor, dass alle erheblichen Veränderungen im Hinblick auf eine bereits offen gelegte Insiderinformation unverzüglich nach dem Eintreten dieser Veränderungen bekannt zu geben sind. Dies hat auf demselben Wege zu erfolgen wie die Bekanntgabe der ursprünglichen Information, mit der Folge, dass der Emittent zu einer laufenden Aktualisierung verpflichtet wird.

Dass mit der „Öffentlichkeit“ in Art. 6 nicht die Bereichsöffentlichkeit, also die Gesamtheit der professionellen Anleger, sondern die breite Öffentlichkeit gemeint ist, ist sicherlich auch als Schritt in die richtige Richtung zu werten, um den Anlegerschutz auf breiter Front zu etablieren. Allerdings ist das beschriebene Veröffentlichungsverfahren nicht unumstritten. Auch die „angemessene“ Bekanntgabe der Insiderinformation wird erst im Komitologieverfahren präzisiert. Neben den bereits beschriebenen Durchführungsmaßnahmen ist in der entsprechenden Durchführungsrichtlinie<sup>501</sup> weiterhin festgelegt, dass für die Anwendung von Art. 6 Abs. 1 der Richtlinie 2003/6/EG Art. 102 Abs. 1 und Art. 103 der Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates gelten. Danach müssen Insiderinformationen in Tageszeitungen veröffentlicht oder dem Publikum durch andere, von den zuständigen Stellen anerkannte gleichwertige Mittel zugänglich gemacht werden. Diese Regelung war zunächst als missglückt abgetan worden, da die Veröffentlichung in den Printmedien als zu langsam erachtet wurde.<sup>502</sup> Allerdings sind die Emittenten unbeschadet dieser Regelung dazu verpflichtet, dass alle Insiderinformationen in einem angemessenen Zeitraum auch auf deren Internetseite veröffentlicht werden müssen. Dieser doppelte Regelungsmechanismus ist an sich gut geeignet, den weitest möglichen Publikumszugang zu sichern. Es wäre von Vorteil gewesen, einen übergreifenden gleichzeitigen Er-

---

<sup>500</sup> vgl. hierzu das Arbeitsdokument ESC 22/2003 abrufbar unter [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/marketabuse/insider\\_dealing/art-1-final\\_de.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/marketabuse/insider_dealing/art-1-final_de.pdf). Bei dem ESC handelt es sich um ein Gremium hochrangiger Vertreter der Mitgliedstaaten, das die Kommission auf der ersten und zweiten Stufe des Komitologieverfahrens berät. Darüber hinaus muss der ESC als Regelungsausschuss dem Kommissionsvorschlag für Durchführungsbestimmungen mit qualifizierter Mehrheit zustimmen.

<sup>501</sup> Richtlinie 2003/124/EG, ABl. L 339 vom 24/12/2003, S. 70-72.

<sup>502</sup> *Grimme/v. Buttlar*, WM 2003, 901, 907, m.w.N.

scheinungszeitpunkt festzulegen, um die gewonnenen Informationseffekte nicht wieder zu relativieren.

Als weitere Maßgabe der Durchführungsrichtlinie sorgen die Mitgliedstaaten auch dafür, die Information vom Emittenten so zu veröffentlichen, dass das Publikum einen schnellen Zugang zu ihr erhält und eine vollständige, korrekte und rechtzeitige Bewertung der Lage vornehmen kann. Darüber hinaus stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass der Emittent nicht auf irreführende Art und Weise die Veröffentlichung der Information für das Publikum mit der Vermarktung seiner Tätigkeiten verbindet. Alle erheblichen Veränderungen im Hinblick auf eine bereits offen gelegte Insider-Information sind unverzüglich nach dem Eintreten dieser Veränderungen bekannt zu geben. Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die Emittenten in ausreichendem Maße dafür Sorge tragen, dass die Veröffentlichung einer Insider-Information an das Publikum so zeitgleich wie möglich für alle Anlegerkategorien in den Mitgliedstaaten erfolgt, in denen diese Emittenten die Zulassung ihrer Finanzinstrumente zum Handel auf einem geregelten Markt beantragt oder bereits erhalten haben.

### **c) Director's Dealings**

Mit der Neuregelung der Director's Dealings im Konzept der Marktmissbrauchsrichtlinie rückt das Ziel, die Integrität der europäischen Finanzmärkte zu stärken, ein Stück näher. Schon die systematische Stellung innerhalb der Marktmissbrauchsrichtlinie zeigt, dass die Festlegung einer Verpflichtung zur Veröffentlichung von Director's Dealings in Art. 6 Abs. 4 ein Instrument der präventiven Bekämpfung von Marktmissbrauch ist.<sup>503</sup> Die Verpflichtung der Führungskräfte börsennotierter Gesellschaften, Geschäfte in Aktien und Derivaten des jeweiligen Unternehmens unverzüglich offen zu legen, ist überaus sinnvoll, da diese Geschäfte durchaus als prekär zu werten sind. Als Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder kennen sie das eigene Unternehmen viel genauer als jeder Außenstehende, weshalb diesen Geschäften von Unternehmensinsidern eine gewisse Indikatorwirkung zukommt. Das Wissen hinsichtlich der Wertpapiergeschäfte dieser Personen ist daher geeignet, die Entscheidungsgrundlage der Anleger und zugleich die Markttransparenz zu verbessern.<sup>504</sup> Daneben dient die Neuregelung dem Schutz der Marktintegrität und der informationellen Anle-

---

<sup>503</sup> v. Buttlar, BB 2003, 2133.

<sup>504</sup> Fleischer, ZIP 2002, 1217, 1220.

gergleichbehandlung.<sup>505</sup> Die Offenlegung der Director's Dealings soll, wie auch die originäre Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, das Entdeckungsrisiko erhöhen und so bereits im Vorfeld Insidergeschäfte und Marktmanipulation bekämpfen.<sup>506</sup> Somit erweist sich die systematische Stellung in Art. 6 auch als besonders zweckmäßig.<sup>507</sup> Die Erweiterung auf Personen, die zu den Unternehmensinsidern in enger Beziehung stehen, ist eine weitere erfreuliche Neuerung, da hiermit nun auch die „klassischen“ Geschäfte der Ehegattinnen erfasst werden. Schwierigkeiten wird aber diese Begriffsbestimmung mit sich ziehen, sobald es um Personen geht, die nicht mehr zum engsten Familienkreis gehören. Art. 6 Abs. 10 überlässt auch hier die Konkretisierung dem Komitologieverfahren. Gemäß dem überarbeiteten Kommissionsentwurf, der dem Europäischen Wertpapierausschuss im Rahmen eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insidergeschäfte und Marktmanipulationen vorgelegt wurde, zählen Ehegatten und diesen aufgrund Gesetzes gleichgestellte Personen, sowie Verwandte, die den Haushalt zumindest seit einem Jahr vor Tätigkeit des Geschäfts mit der Führungskraft teilen, zu diesem Personenkreis. Darüber hinaus werden durch den Vorschlag auch solche juristische Personen erfasst, die in näherem Zusammenhang mit der Führungskraft stehen.<sup>508</sup>

#### **d) Sanktionen**

Bereits im Zusammenhang mit der ersten Insiderrichtlinie war eines der wohl meist diskutierten Themen die Sanktionsproblematik.

Sah die ursprüngliche Insiderrichtlinie vor, dass jeder Mitgliedstaat im einzelnen festlegt, wie Verstöße gegen die aufgrund dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften zu ahnden sind und diese Sanktionen so weit gehen mussten, dass sie einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung dieser Vorschriften darstellen, so ist die Marktmissbrauchsrichtlinie bereits von der Wortwahl umfangreicher: Unbeschadet des Rechts der Mitgliedstaaten, strafrechtliche Sanktionen zu verhängen, sorgen die Mitgliedstaaten entsprechend ihrem jeweiligen innerstaatlichen Recht dafür, dass bei Ver-

---

<sup>505</sup> Vgl. den Bericht des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments vom 27.02.2002 über den Vorschlag einer Marktmissbrauchsrichtlinie, Sitzungsdokument KOM (2001) 281-C5-0262/2001-2001/0118 (COD), S.34.

<sup>506</sup> Vgl. hierzu den Erwägungsgrund 26 der RiLi.

<sup>507</sup> v. *Buttlar*, BB 2003, 2133, 2134.

<sup>508</sup> Vgl. die Einzelheiten des Vorschlags unter

[http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/docs/marketabuse/esc-48-2003-rev2\\_en.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/docs/marketabuse/esc-48-2003-rev2_en.pdf).



stößen gegen die gemäß dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften gegen die verantwortlichen Personen geeignete Verwaltungsmaßnahmen ergriffen oder im Verwaltungsverfahren zu erlassende Sanktionen verhängt werden können. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, dass diese Maßnahmen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sind.

Ließ die ursprüngliche Regelung den Mitgliedstaaten einen gänzlich freien Spielraum zur Umsetzung der Sanktionsregelung ins nationale Recht, so wird nunmehr klargestellt, dass zumindest geeignete Verwaltungsmaßnahmen zu ergreifen sind oder im Verwaltungsverfahren Sanktionen erlassen werden können, unbeschadet der Möglichkeit strafrechtliche Sanktionen zu verhängen. Diese alternative Möglichkeit der Sanktionierung trägt den Bedenken Rechnung, die gegen den ursprünglichen Richtlinienvorschlag vorgebracht wurden. Dieser sah ausdrücklich vor, dass im Verwaltungsverfahren erlassene und strafrechtliche Sanktionen nebeneinander zur Anwendung kommen.<sup>509</sup> Neben einem Verstoß gegen das Subsidiaritätsprinzip wurde auch eine Verletzung des Grundsatz *ne bis in idem* gesehen sowie eine Kollision mit der europäischen Menschenrechtskonvention.<sup>510</sup> Demgegenüber vertrat die Kommission den Standpunkt, dass eine alternative Formulierung die Mitgliedstaaten zwingen würde, zwischen Sanktionen im Verwaltungs- oder Strafverfahren zu wählen, was den heterogenen Charakter der Sanktionen von Land zu Land noch verstärken würde.<sup>511</sup> Dieser Einwand erscheint, auch ohne bisher einen Blick auf das nationale Recht geworfen zu haben, richtig. Wird in den Erwägungsgründen noch das Ziel formuliert und gefordert, dass einheitliche Wettbewerbsbedingungen auf den Finanzmärkten überall in der Gemeinschaft zu schaffen sind,<sup>512</sup> so hat den Gesetzgeber hier wohl der Mut verlassen, in einem der wichtigsten Punkte klare und einheitliche Regeln zu schaffen. Mit dem Instrument des Komitologieverfahrens und mit Rückendeckung durch den EuGH wäre es zum einen möglich gewesen, Verwaltungssanktionen und strafrechtliche Sanktionen nebeneinander festzuschreiben. Zum anderen wäre gewährleistet worden, dass Anleger gemeinschaftsweit gleich behandelt würden und später festgelegte nationale Sanktionen nicht von einander abweichen. Auch wenn es nicht einer Festsetzung von Standards bezüglich der Höhe der Strafen

---

<sup>509</sup> Leppert/Stürwald ZBB 2002, 90, 102.

<sup>510</sup> Leppert/Stürwald ZBB 2002, 90, 102.

<sup>511</sup> Vgl. hierzu den sog. „Goebbels-Bericht“, der den Kommissionsvorschlag enthält und den Namen des Berichterstatters Robert Goebbels trägt, abzurufen unter [http://www.europarl.eu.int/plenary/default\\_de.htm](http://www.europarl.eu.int/plenary/default_de.htm)

<sup>512</sup> So der Erwägungsgrund Nr. 35 zur Marktmissbrauchsrichtlinie.

bedurft hätte, wäre eine einheitliche, in den gesetzlichen Grenzen erreichbare Regelung mehr als nur ein Signal für die Märkte gewesen.<sup>513</sup> Der Gemeinsame Standpunkt des Rates beinhaltete eben diese Verfahrensweise, wurde aber schließlich nicht umgesetzt.<sup>514</sup>

Soweit in der Diskussion auf europäischer Ebene die verschiedenen Sanktionsmöglichkeiten hinsichtlich der Insiderproblematik abschließend behandelt wurden, ergibt sich jedoch mit der Marktmissbrauchsrichtlinie eine neue Situation. Zum einen wurde der Unterschied zwischen Insiderinformation und Ad-hoc-Tatsache aufgehoben, zum anderen wird nunmehr auch das Verbot der Marktmanipulation geregelt, was unweigerlich zu der Frage führt, ob die vorgegebenen Sanktionsmöglichkeiten ausreichend sind. Kurz gesagt gilt nach der neuen Regelung, dass die Mitgliedstaaten Marktmanipulation verbieten und dafür sorgen, dass Insiderinformationen sobald als möglich bekannt gegeben werden. Verstöße hiergegen sollen mit verwaltungsrechtlichen- und/oder strafrechtlichen Sanktionen belegt werden. Für den Anlegerschutz als Verbraucherschutz erscheint aber eine Ausweitung der Sanktionen auf zivilrechtliche Maßnahmen unumgänglich.<sup>515</sup>

Teilweise wird in der Literatur vertreten, angesichts des punktuellen Informationscharakters einer Ad-hoc-Mitteilung ließe sich nicht feststellen, dass eine Anlageentscheidung durch eine fehlerhafte Information typischerweise beeinflusst werde.<sup>516</sup> Dem kann jedoch nicht gefolgt werden. Wie bei *Möllers/Leisch* zutreffend ausgeführt, konnte insbesondere bei einer Bewertung der Unternehmen am Neuen Markt auf Geschäftszahlen der letzten Jahre nicht zurückgegriffen werden. Sofern sie überhaupt vorhanden waren, spiegelten sie nur unzureichend die Substanz des Unternehmens wieder, wodurch die Mitteilung von Geschäftsabschlüssen eine zentrale Rolle in der Unternehmensbewertung und der Marktfähigkeit einer Geschäftsidee einnimmt und regelmäßig den Kursverlauf beeinflussen kann.<sup>517</sup> Wird also eine Ad-hoc-Mitteilung nicht oder bewusst mit falschem Inhalt veröffentlicht, so wirkt sich das auf den Kurs der Aktie aus, der wiederum nicht den „wahren“ Wert des Unterneh-

---

<sup>513</sup> Zu dieser Forderung *Seitz*, BKR 2002, 340, 344.

<sup>514</sup> Vgl. hierzu den Gemeinsamen Standpunkt des Rates, ABl. C 228 E/19 vom 25.09.2002. Hier wurde in Abs. 2 von Art. 14 vorgeschlagen, dass die Kommission nach dem Verfahren des Artikels 17 Abs. 2 eine der Unterrichtung dienende Aufstellung der Verwaltungsmaßnahmen und im Verwaltungsverfahren zu erlassenden Sanktionen nach Abs. 1 erstellt.

<sup>515</sup> Zu der Problematik der Kompetenzen der EG zur Rechtsharmonisierung vgl. *Möllers*, JZ 2002, 121, 124.

<sup>516</sup> *Veil*, ZHR 167 (2003), 365, 370.

<sup>517</sup> *Möllers/Leisch*, WM 2001, 1648, 1656.

mens widerspiegelt. Der Anleger erleidet auf jeden Fall in diesem Moment einen Schaden.<sup>518</sup> Damit aber der Anleger in diesem Punkt geschützt wird, gilt es, ihm an dieser Stelle ein wirksames Instrument zur Seite zu stellen, nämlich einen zivilrechtlichen Schadensersatzanspruch, wobei es an dieser Stelle noch dahin stehen kann, ob sich der Anspruch gegen den Emittenten oder die Organe richten sollte.<sup>519</sup>

Mit einem bloßen zivilrechtlichen Schadensersatzanspruch ist dem Anleger häufig jedoch allein nicht geholfen, da sich neben der Schadensermittlung insbesondere die Beweisführung hinsichtlich der (haftungsbegründenden) Kausalität als außerordentlich schwierig darstellt. Sieht man einmal von den sog. face to face Geschäften ab, dürfte es dem Anleger wegen der Anonymität der Wertpapiermärkte im Regelfall nur schwer gelingen, den Kausalitätszusammenhang nachzuweisen, bei Erwerb der Wertpapiere die veröffentlichten Informationen zugrunde gelegt zu haben.<sup>520</sup> Somit wäre der Schadensersatzanspruch dahingehend zu ergänzen, dass für den Anleger z.B. gesetzliche Vermutungen oder Beweiserleichterungen eingeführt werden.

Abschließend lässt sich somit feststellen, dass Art. 14 eine begrüßenswerte Weiterentwicklung hinsichtlich der gemeinschaftlichen Vorgaben beinhaltet, die fehlende zivilrechtliche Ausgestaltung jedoch eine Lücke im Anlegerschutz hinterlässt.

## **e) Zusammenfassung**

Als Resümee ist die generell positive Beurteilung zu treffen,<sup>521</sup> dass nunmehr die zusammenhängenden Sachverhalte Insiderhandel, Marktmanipulation und Ad-hoc-Publizität einem einheitlichen Regelungsmodell zugeführt wurden, um bestehende Lücken auf europäischer Ebene zu schließen.<sup>522</sup> Dem Ziel, einen integrierten europäischen Kapitalmarkt zu verwirklichen, der mit seinem Kapitalmarktrecht wechselseitig die Mitgliedstaatlichen Kapitalmärkte durchdringt und damit die rechtlichen und tatsächlichen Hindernisse für das binnenmarktweite Tätigwerden von Marktteilnehmern und die binnenmarktweite Verkehrsfähigkeit der Produkte beseitigt, ist man mit einem großen Schritt näher gekommen.<sup>523</sup> Allerdings wäre es wünschenswert gewe-

---

<sup>518</sup> Möllers/Leisch, WM 2001, 1648, 1655, die weiterführend zwischen dem Nichtvermögensschaden und dem Vermögensschaden aufgrund der möglichen Konstellationen unterscheiden.

<sup>519</sup> Vgl. hierzu die gutachterlichen Abwägungen bei Fleischer, Gutachten F, F 96 ff.

<sup>520</sup> Vgl. Veil, ZHR 167 (2003), 365, 371.

<sup>521</sup> So auch Weber, NJW 2004, 28, 30, der davon spricht, es mache „guten Sinn“, dass die verschiedenen Verhaltensweisen nunmehr in einer Richtlinie behandelt würden.

<sup>522</sup> So auch Dier/Fürhoff, AG 2002, 604, 610.

<sup>523</sup> Zu den Regelungsprinzipien des materiellen europäischen Kapitalmarktrechts Mülbart, WM 2001, 2085, 2094.

sen, wenn der Gemeinschaftsgesetzgeber die Stärkung des Individualanlegerschutzes ausdrücklich als Richtlinienziel formuliert hätte.<sup>524</sup>

Da nunmehr in vielen Bereichen einheitliche Regelungen gelten, werden die Anleger auch zu gleichen Bedingungen investieren können und die Unternehmen in die Lage versetzt, europaweit Kapital aufnehmen zu können.<sup>525</sup>

Wie die einzelnen Regeln tatsächlich greifen werden, wird man erst sehen, wenn alle Mitgliedstaaten die Vorschriften in ihr nationales Recht implementiert haben werden; die Ansichten hierzu liegen weit auseinander.<sup>526</sup> Allerdings wird man generell bereits jetzt die Aussage treffen können, dass Inhalt und Struktur der Richtlinie ein Erfolg sind. Man hat es vermieden, auf Richtlinienenebene unwirksame Kompromisse zu schließen und die entscheidenden Fragen auf die Komitologieebene zu verlagern. Somit konnte der Gesetzgeber an – wenn auch nicht allen – entscheidenden Punkten ansetzen und eine Weiterentwicklung des Rechts bewirken.

Im Einzelnen ist es zu begrüßen, dass die Definitionen auf die Komitologieebene verlagert wurden. Der Gesetzgeber kann schnell und umfassend die Begriffsbestimmungen klären und ggf. neuen Situationen anpassen.<sup>527</sup> Allerdings wäre es von Vorteil gewesen, im Komitologieverfahren alles abschließend zu regeln und nicht noch auf dritte Richtlinien zu verweisen, was zu einer gewissen Unübersichtlichkeit führt.<sup>528</sup> Auch wenn das Komitologieverfahren alles andere als unumstritten ist, scheint es doch seinen Zweck zu erfüllen, indem von weichen Kompromissen in der Richtlinie zu eindeutigen Regelvorgaben gewechselt wird, die ein einheitliches Gesetzgeberisches Bild schaffen.<sup>529</sup>

---

<sup>524</sup> An dieser Stelle kann *Rössner/Bolkart*, AG 2003, R114, R116, nicht gefolgt werden, die davon ausgehen, dass die Richtlinie den einzelnen Anleger nicht unmittelbar schützt und dieser seine Interessen auf mitgliedstaatlicher Ebene rechtspolitisch artikulieren muss. Denn alleine durch die vorgezeichneten Informationspflichten kommt dem Einzelanleger sehr wohl ein unmittelbarer Schutz zu Gute.

<sup>525</sup> So die Schlussbetrachtung zum Richtlinienentwurf von *Dier/Fürhoff* AG 2002, 604, 609.

<sup>526</sup> So sprechen z.B. *Illberg/Neises* WM 2002, 635, 647 von unpräzisen Formulierungen, die die Gefahr einer uneinheitlichen Umsetzung bergen. Im Gegensatz hierzu sind *Dier/Fürhoff* AG 2002, 604, 609 der Ansicht, einige offene Fragen hinsichtlich des Entwurfs wiegen nicht schwer und sprechen von einem bedeutenden Schritt zu einem integrierten Kapitalmarkt.

<sup>527</sup> Bereits am 07.01.2004 war die erste Richtlinie mit Durchführungsmaßnahmen erlassen worden. Vgl. zu dem Zeitplan die Darstellung unter:

[http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/abuse/index\\_de.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/securities/abuse/index_de.htm).

<sup>528</sup> So z.B. in der Richtlinie 2003/125/EG, die wiederum auf die Richtlinie 95/46/EG verweist.

<sup>529</sup> Kritik am Verfahren kommt unter anderem aus der Wirtschaft und aus dem Europaparlament. Teilweise wird kritisiert, die Umsetzung erfolge zu schnell und die Kontrollfunktion der Parlamentarier sei gefährdet. Allerdings vermögen diese Argumente im Hinblick auf die teilweise insuffizienten Regelungen

Mit der Aufnahme der Marktmanipulation hat der Gesetzgeber endlich einen wichtigen Eckpfeiler in die Gesetzgebung aufgenommen. Allerdings wird es schwierig werden, den Verzicht auf subjektive Merkmale umzusetzen, genauso wie den Verweis auf die gängige Marktpraxis für die Definition der Marktmanipulation heranzuziehen.

Auch im Bereich der Ad-hoc-Publizität ist dem Gesetzgeber zu konzедieren, dass aus dem Zusammenspiel von Richtlinie und Durchführungsvorschriften ein komplexes Regelwerk entstanden ist, welches den Markterfordernissen entspricht. Dem Unternehmer werden die notwendigen Freiräume eingerichtet, die er für die seine Entscheidungen benötigt. Zwar ist der Hinweis auf die „Geeignetheit, die Öffentlichkeit irrezuführen“ etwas vage. Trotzdem ist zu erwarten, dass aufgrund der weitläufigen Formulierung eine effektive Regelung geschaffen wurde, zumal auch bereits praktische Erfahrungen mit einer derartigen Regelung in Frankreich gesammelt werden konnten.

Mit der Regelung der Director's Dealings ist ein weiterer Sicherungsmechanismus für den gemeinsamen Markt aufgenommen worden, da die Eigengeschäfte als wichtige Indikatoren für die Geschäftsentwicklung zu werten sind. Markttransparenz und der Schutz der Marktintegrität werden gefördert, da bereits im Vorfeld Insidergeschäfte und Marktmissbrauch bekämpft werden können.

Auch wenn die zu ergreifenden Sanktionen nunmehr klarer und weiträumiger gefasst wurden, ist dieser Punkt als Schwachstelle in der neuen Insiderrichtlinie zu betrachten. An dieser Stelle hätte der Gesetzgeber ebenfalls vom Komitologieverfahren Gebrauch machen und dem Individualanlegerschutz zu mehr Geltung verhelfen können. Zumindest im Bereich der Ad-hoc-Publizität wäre eine zivilrechtliche Haftungsregelung notwendig gewesen. Darüber hinaus wären Beweiserleichterungen für geschädigte Anleger als enormer Fortschritt zu werten gewesen, da in diesem Bereich viele Hürden für den Individualanlegerschutz auf nationaler Ebene bestehen.<sup>530</sup>

---

gen der Vergangenheit nicht zu überzeugen. Vgl. zu der Diskussion *Fischer zu Cramburg*, AG 2003, R426.

<sup>530</sup> Zu den Problemen der Beweisführung im deutschen Recht sogleich.

## II Die Untersuchung auf nationaler Ebene

### 1 Vom 4. FFG zum AnSVG – Entwicklungen und Ziele

Im Vorfeld der Entstehung des 4. FFG wurde bereits von der Regierungskommission „Corporate Governance“ die Haftung für Falschinformationen des Kapitalmarktes erörtert und eine Haftung nur der Leistungsorganisationsmitglieder vorgeschlagen.<sup>531</sup> Diesem Vorschlag folgte der 64. Deutsche Juristentag, der sich ebenfalls mit dem Fehlverhalten am Kapitalmarkt beschäftigte und z.B. eine Emittentenhaftung für fehlerhafte Pflichtveröffentlichungen, freiwilligen Verlautbarungen und ebenso eine persönliche Haftung für Leistungsorganmitglieder vorgeschlagen hat.<sup>532</sup>

Am 26.02.2002 wurde der Gesetzesentwurf zur weiteren Förderung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz, 4. FFG) veröffentlicht.<sup>533</sup> Ziel war unter anderem, den Anlegerschutz zu stärken, indem die Transparenz auf den Wertpapiermärkten erhöht und die rechtlichen Voraussetzungen dafür geschaffen werden, das Verbot der Kurs- und Marktmanipulation und des Missbrauchs von Ad hoc-Meldungen wirksam durchzusetzen.<sup>534</sup> Obwohl zu diesem Zeitpunkt viele Regelungen auf der europäischen Ebene noch völlig offen waren, wurde der nationale Gesetzgeber zum Erstaunen einiger Stimmen in der Literatur vorauseilend aktiv.<sup>535</sup> Bereits damals wurde dem Gesetzentwurf zugebilligt, ausreichend offen zu sein, um im Rahmen der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie an den endgültigen Richtlinien text angepasst werden zu können.<sup>536</sup> Durch das 4. FFG wurden im deutschen Finanz- und Kapitalmarkt umfassende Änderungen vorgenommen mit dem Hauptziel einer verbesserten internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland.<sup>537</sup> Diese Änderungen haben in Literatur und Praxis besondere Aufmerksamkeit erregt, so z.B. die Änderung des Rechts der Finanztermingeschäfte (§§ 37d-g WpHG).<sup>538</sup>

Am 01.07.2002 trat es in Kraft, gefolgt von dem 10 Punkte Programm der Bundesregierung „Unternehmensintegrität und Anlegerschutz“ vom 25.02.2003. Bereits am

---

<sup>531</sup> Zimmer, WM 2004 S. 9.

<sup>532</sup> Beschlüsse des DJT, Abt. Wirtschaftsrecht, in: Verhandlungen des 64 Deutschen Juristentages, Band II/1, 2002, S. P87, P88 ff.

<sup>533</sup> BGBl. I 2002, S. 2010.

<sup>534</sup> 4. FFG, Begr. RegE, BT-Drs. 14/8017, S.177, Allgemeiner Teil.

<sup>535</sup> Seitz, BKR 2002, 340, 344.

<sup>536</sup> Seitz, BKR 2002, 340, 344.

<sup>537</sup> Letzel, WM 2003, S. 1757.

<sup>538</sup> Letzel, WM 2003, S. 1757.

10.03.2004 veröffentlichte die Bundesregierung den ersten Entwurf zum AnSVG<sup>539</sup>, der, auf dem 10 Punkte Programm aufbauend und der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie dienend, den Anlegerschutz weiter verbessern sollte.<sup>540</sup> Am 29.10.2004 wurde das Gesetz verkündet.<sup>541</sup>

In Art. 1 AnSVG werden die Vorgaben aus der Marktmissbrauchsrichtlinie, sowie der im Komitologieverfahren erlassenen Richtlinien und Verordnungen umgesetzt. Ziel ist es, den Anlegerschutz im Bereich der Kapitalmarktinformationen zu verstärken und unzulässigen Marktpraktiken entgegenzuwirken.<sup>542</sup>

Das Gesetz sieht u.a. vor, dass im Bereich der Insiderstraftatbestände künftig bereits der Versuch eines Insiderhandels strafbar ist. Zudem werden die Vorschriften und Offenlegungspflichten auf alle Personen ausgeweitet, die beruflich Finanzanalysen erstellen oder weitergeben. Mit der beabsichtigten Einführung einer Prospektpflicht für Produkte des so genannten "Grauen Kapitalmarktes" und einer entsprechenden Haftung wird die Produkttransparenz verbessert und die Geltendmachung von Haftungsansprüchen erleichtert. Ziel ist es, den Anlegerschutz entscheidend zu stärken. Im Interesse der Anleger und aller ehrlichen Anbieter soll der Marktzugang für die "schwarzen Schafe" wesentlich verschärft und die Funktionsfähigkeit dieses Marktes, der zur Kapitalbeschaffung kleinerer und mittlerer nicht börsenfähiger Unternehmen von besonderer Bedeutung ist, gesichert werden.<sup>543</sup>

Das Gesetz enthält auch flexiblere Regelungen zur Zusammensetzung des Börsenrates im Börsengesetz, um so modernen Entwicklungen des Börsenhandels mit Spezialbörsen und ihrem teilweise sehr speziellen Teilnehmerkreisen Rechnung zu tragen. Damit soll eine angemessene Vertretung aller beteiligten Handelsteilnehmer sichergestellt werden.

Mit der Erweiterung der für Wertpapiere bereits bestehenden Prospektpflicht auf nicht in Wertpapieren verbriefte Anlageformen, flankiert durch entsprechende Haftungsansprüche, wird der Anlegerschutz durch größere Produkttransparenz und

---

<sup>539</sup> Nachfolgend als AnSVG-E bezeichnet.

<sup>540</sup> Vgl. Begründung, Allgemeiner Teil S. 50, abzurufen unter:

<http://www.bundesfinanzministerium.de/Anlage23988/Entwurf-eines-Gesetzes-zur-Verbesserung-des-Anlegerschutz-Anlegerschutzverbesserungsgesetz-AnSVG.pdf>.

<sup>541</sup> BGBl I S.2630 vom 29.10.2004.

<sup>542</sup> Vgl. Begründung zum AnSVG-E, Allgemeiner Teil S. 50.

<sup>543</sup> So die Ausführungen in der Pressemitteilung des Bundesfinanzministeriums zum Gesetzentwurf, nachzulesen unter <http://www.bundesfinanzministerium.de/BMF-.336.23992/Pressemitteilung/index.htm>.

Stärkung der Haftungsansprüche der Anleger verbessert. Durch die Flexibilisierung der Regelungen zur Zusammensetzung des Börsenrates wird den Bedürfnissen von Spezialbörsen mit ihrem sehr speziellen Teilnehmerkreis hinsichtlich der Zusammensetzung des Börsenrates Rechnung getragen.

## **2 Darstellung und Analyse der entsprechenden Normen des WpHG nach dem 4. FFG – Inhalte und Probleme**

Nachfolgend werden entscheidende Neuregelungen im WpHG, aber auch für die Arbeit wichtige „Kernregelungen“ dargestellt und analysiert.

### **a) Der Anwendungsbereich § 1 WpHG**

Der Anwendungsbereich in § 1 WpHG wurde erweitert. Danach gilt das Gesetz für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen, den börslichen und außerbörslichen Handel mit Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Derivaten und Finanztermingeschäften, den Abschluss von Finanztermingeschäften sowie für Veränderungen der Stimmrechtsanteile von Aktionären an börsennotierten Gesellschaften. Die Erweiterung war notwendig geworden, da die neuen eingefügten Abschnitte 6 und 7 die Finanztermingeschäfte und Schiedsvereinbarungen betreffen.

### **b) Der Begriff der Insiderpapiere, §12 WpHG**

Gem. § 12 Abs. 1 WpHG sind Insiderpapiere Wertpapiere, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen sind, oder in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.

Der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt oder der Einbeziehung in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr steht es gleich, wenn der Antrag auf Zulassung oder Einbeziehung gestellt oder öffentlich angekündigt ist.

Gem. § 12 Abs. 2 WpHG gelten ebenfalls solche Papiere als Insiderpapiere, welche Rechte auf Zeichnung, Erwerb oder Veräußerung von Wertpapieren, Rechte auf Zahlung eines Differenzbetrages, der sich an der Wertentwicklung von Wertpapieren bemisst, geben. Weiterhin gelten als Insiderpapiere Terminkontrakte auf einen Aktien- oder Rentenindex oder Zinsterminkontrakte (Finanzterminkontrakte) sowie Rech-



te auf Zeichnung, Erwerb oder Veräußerung von Finanzterminkontrakten, sofern die Finanzterminkontrakte Wertpapiere zum Gegenstand haben oder sich auf einen Index beziehen, in den Wertpapiere einbezogen sind und sonstige Terminkontrakte, die zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren verpflichten. Kumulativ müssen die Rechte oder Terminkontrakte in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen oder in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen sind und die genannten Wertpapiere in einem Mitgliedstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen oder in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen sein. Der Zulassung der Rechte oder Terminkontrakte zum Handel an einem organisierten Markt oder ihrer Einbeziehung in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr steht gleich, wenn der Antrag auf Zulassung oder Einbeziehung gestellt oder öffentlich angekündigt ist.

Die Änderungen sind Folge der Neuregelung in § 47 Abs. 1, § 54 BörsG über die Einbeziehung von Wertpapieren in den geregelten Markt.

### **c) Der Insiderbegriff, § 13 WpHG**

Insider ist, wer als Mitglied des Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgans oder als persönlich haftender Gesellschafter des Emittenten oder eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens, aufgrund seiner Beteiligung am Kapital des Emittenten oder eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens oder aufgrund seines Berufs oder seiner Tätigkeit oder seiner Aufgabe bestimmungsgemäß Kenntnis von einer nicht öffentlich bekannten Tatsache hat. Diese muss sich wiederum auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf Insiderpapiere beziehen und geeignet sein, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen.

Eine Bewertung, die ausschließlich aufgrund öffentlich bekannter Tatsachen erstellt wird, ist keine Insidertatsache, selbst wenn sie den Kurs von Insiderpapieren erheblich beeinflussen kann.

### **d) Verbot von Insidergeschäften, § 14 WpHG**

Einem Insider ist es verboten, unter Ausnutzung seiner Kenntnis von einer Insidertatsache Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen Anderen zu

erwerben oder zu veräußern, einem Anderen eine Insidertatsache unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen, einem Anderen auf der Grundlage seiner Kenntnis von einer Insidertatsache den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen. Darüber hinaus ist es einem Dritten verboten, soweit er Kenntnis von einer Insidertatsache hat, unter Ausnutzung dieser Kenntnis Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen Anderen zu erwerben oder zu veräußern.

#### **e) Veröffentlichung und Mitteilung kursbeeinflussender Tatsachen, § 15 WpHG**

Der Herstellung funktionsfähiger und transparenter Kapitalmärkte dient die Anpassung der Vorschriften über die Ad-hoc-Publizität.<sup>544</sup> Sie ist als zentrales Element dieser Regelungen zu verstehen.<sup>545</sup> Mit dem 4. FFG wurden die Publizitätspflichten der Emittenten weiter konkretisiert und verschärft, die Durchsetzungskraft von Maßnahmen der BaFin gestärkt sowie die Möglichkeiten der Verfolgung von fehlerhaftem bzw. missbräuchlichem Publizitätsverhalten erhöht.<sup>546</sup> Darüber hinaus enthalten die Neuregelungen eine Konkretisierung üblicher Kennzahlen, das Verbot der Veröffentlichung offensichtlich überflüssiger Angaben, die Berichtigung unwahrer Tatsachen sowie die Sanktionierung bei Verstößen.

Zur Verbesserung der Markttransparenz soll die Ad-hoc-Publizität gegenüber der bilanz- und kapitalmarktrechtlichen Regelpublizität ergänzend wirken. Da vor Erlass des 4. FFG Emittenten Ad-hoc-Mitteilungen häufig zu Zwecken der Selbstdarstellung und Werbung einsetzten, suchte der Gesetzgeber diesen Missständen dadurch zu begegnen, dass er die Veröffentlichung offensichtlich überflüssiger Mitteilungen in § 15 Abs. 1 S. 3 verbietet. Mitbewerberklagen gem. §§ 1, 3 UWG gegen wettbewerbswidrige Ad-hoc-Mitteilungen verlieren hierdurch an Bedeutung.<sup>547</sup>

Der Emittent von Wertpapieren, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, muss unverzüglich eine neue Tatsache gemäß § 15 Abs. 3 S. 1 veröffentlichen, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt ist, wenn sie wegen der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen, oder im Fall zugelassener

<sup>544</sup> Fenchel, DStR 2002, 1355, 1358.

<sup>545</sup> Kissner, Verantwortlichkeit, S. 1.

<sup>546</sup> Grimme/ v. Buttlar, WM 2003, 901.

<sup>547</sup> Fleischer, NJW 2002, 2977 ff.

Schuldverschreibungen die Fähigkeit des Emittenten, seinen Verpflichtungen nachzukommen, beeinträchtigen kann.

Somit werden nur solche Insidertatsachen erfasst, die schon einen bestimmten Realisierungsgrad oder eine überwiegende Realisierungswahrscheinlichkeit aufweisen.<sup>548</sup> Damit fallen derzeit Planungen, Konzepte, Strategien und vorbereitende Maßnahmen selbst dann nicht unter die Vorschrift, wenn sie bereits beschlossen sind.<sup>549</sup> Ihre Auswirkungen müssen soweit zu einem Abschluss gekommen sein oder sich soweit gefestigt haben, dass sie ohne weitere Bedingungen zum Tragen kommen.<sup>550</sup> Der Gesetzgeber hielt diese Einschränkung für notwendig, um die Geheimhaltung von Tatsachen aus wettbewerbspolitischen Gründen zu gewährleisten.<sup>551</sup>

In der Veröffentlichung genutzte Kennzahlen müssen im Geschäftsverkehr üblich sein und einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen ermöglichen. Hier ist der Anlegerschutz vor allfälliger Irreführung verankert, was gedanklich in einer Reihe mit dem bilanzrechtlichen Stetigkeitsprinzip steht und verhindern soll, dass negative Entwicklungen durch einen willkürlichen Wechsel der Kennzahlen verschleiert werden.<sup>552</sup>

Diese Regelung beinhaltet jedoch keine Angaben darüber, worauf sich die Üblichkeit der Kennzahlen bezieht. Der eingefügte Satz 2 soll sicherstellen, dass die Empfänger der Veröffentlichung ein klares Bild von der neu eingetretenen Tatsache erhalten. Dies gilt insbesondere dann, wenn der Emittent Kennzahlen wie beispielsweise „Gewinn vor Zinsen und Steuern“ (EBIT – earnings before interest and taxes), „Gewinn vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen“ (EBITDA - earnings before interest, taxes, depreciation and amortization), Jahresüberschuss (nach U.S. GAAP) oder Gewinn/Verlust pro Aktie verbreitet. Werden solche Kennzahlen benutzt, müssen sie im Geschäftsverkehr üblich sein und einen Vergleich mit den zuletzt genannten Kennzahlen ermöglichen. Um eine einheitliche Auslegung und Anwendung der Regelung zu gewährleisten, wurde von der BAFin am 26.11.2002 ein Rundschreiben veröffentlicht, welches die Einzelheiten dazu festlegte.<sup>553</sup> Mit der Neuregelung war die Hoff-

---

<sup>548</sup> Dreyling, in: Achtleiner/Bassen, S. 365, 374.

<sup>549</sup> Wittich, AG 1997, 1, 2.

<sup>550</sup> Heidmeier, AG 1992, 110, 111.

<sup>551</sup> Grimme/ v. Buttlar, WM 2003, 901, 906.

<sup>552</sup> Fleischer, NJW 2002, 2977, 2978.

<sup>553</sup> Vgl. die Einzelheiten zu dem Rundschreiben bei Grimme/ v. Buttlar, WM 2003, 901, 902.

nung verbunden, dass eine spürbare Verbesserung des Aussageinhalts von Ad-hoc-Mitteilungen eintritt.<sup>554</sup>

Sonstige Angaben<sup>555</sup>, die die Voraussetzungen § 15 Abs. 1 S. 1 offensichtlich nicht erfüllen, dürfen, auch in Verbindung mit veröffentlichungspflichtigen Tatsachen im Sinne des § 15 Abs. 1 S. 1, nicht veröffentlicht werden. Hierdurch soll erreicht werden, dass offensichtlich überflüssige Angaben nicht veröffentlicht werden, um eine höhere Markttransparenz zu gewährleisten und dem Marktteilnehmer nur die marktrelevanten Informationen zur Verfügung gestellt werden, um eine sachgerechte Anlageentscheidung treffen zu können.<sup>556</sup>

Unwahre Tatsachen, die nach Satz 1 veröffentlicht wurden, sind unverzüglich in einer Veröffentlichung nach Satz 1 zu berichtigen, auch wenn die Voraussetzungen des Satzes 1 nicht vorliegen, § 15 Abs. 1 S. 4. Die BAFin kann den Emittenten auf Antrag von der Veröffentlichungspflicht befreien, wenn die Veröffentlichung der Tatsache geeignet ist, den berechtigten Interessen des Emittenten zu schaden.<sup>557</sup>

Der Emittent hat die nach Abs. 1 zu veröffentlichende Tatsache vor der Veröffentlichung der Geschäftsführung der Börsen, an denen die Wertpapiere zum Handel zugelassen sind, der Geschäftsführung der Börsen, an denen ausschließlich Derivate im Sinne des § 2 Abs. 2 gehandelt werden, sofern die Wertpapiere Gegenstand der Derivate sind, und der Bundesanstalt mitzuteilen. Abs. 1 Satz 2 bis 4 gilt entsprechend für die Mitteilung nach Satz 1. Die Geschäftsführung darf die ihr nach Satz 1 mitgeteilte Tatsache vor der Veröffentlichung nur zum Zwecke der Entscheidung verwenden, ob die Feststellung des Börsenpreises auszusetzen oder einzustellen ist. Die Bundesanstalt kann gestatten, dass Emittenten mit Sitz im Ausland die Mitteilung nach Satz 1 gleichzeitig mit der Veröffentlichung vornehmen, wenn dadurch die Entscheidung der Geschäftsführung über die Aussetzung oder Einstellung der Feststellung des Börsenpreises nicht beeinträchtigt wird.

---

<sup>554</sup> *Grimme/ v. Buttlar*, WM 2003, 901, 902.

<sup>555</sup> Der Begriff der Angabe ist weiter zu fassen als die Ad-hoc-Publizität, um zu gewährleisten, dass auch die Veröffentlichung einfacher Behauptungen unterbleibt, vgl. hierzu die Gesetzesbegründung, BT-Drucks. 14/8017 vom 18.01.2002, S. 87.

<sup>556</sup> Zu der Auslegungsfrage des Begriffes „offensichtlich“ vgl. *Braun*, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 202, der eine enge Auslegung befürwortet, da die Regelung nicht der Exkulpation des Emittenten diene.

<sup>557</sup> Zu dem Problem, ob Prognosen, Werturteile oder Behauptungen unter den Begriff der „Tatsache“ fallen, *Moosmayer*, wistra 2002, 161, 165.

Die Veröffentlichung nach Abs. 1 Satz 1 und 4 ist in mindestens einem überregionalen Börsenpflichtblatt oder über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, das bei Kreditinstituten, nach § 53 Abs. 1 Satz 1 des Gesetzes über das Kreditwesen tätigen Unternehmen, anderen Unternehmen, die ihren Sitz im Inland haben und an einer inländischen Börse zur Teilnahme am Handel zugelassen sind, und Versicherungsunternehmen weit verbreitet ist, in deutscher Sprache vorzunehmen. Eine zeitgleiche Fassung in englischer Sprache ist gestattet; die Bundesanstalt kann gestatten, dass Emittenten mit Sitz im Ausland die Veröffentlichung in einer anderen Sprache vornehmen, wenn dadurch eine ausreichende Unterrichtung der Öffentlichkeit nicht gefährdet erscheint. Eine Veröffentlichung in anderer Weise darf nicht vor der Veröffentlichung nach Satz 1 erfolgen. Die Bundesanstalt kann bei umfangreichen Angaben gestatten, dass eine Zusammenfassung gemäß Satz 1 veröffentlicht wird, wenn die vollständigen Angaben bei den Zahlstellen des Emittenten kostenfrei erhältlich sind und in der Veröffentlichung hierauf hingewiesen wird.

Die vorstehende Regelung erscheint in ihrer Ausgestaltung nicht vollends geglückt. Die Veröffentlichung der entsprechenden Tatsachen durch elektronische Informationsverbreitungssysteme hat den Vorteil, dass nicht nur die professionellen Marktteilnehmer sondern auch die Privatanleger schnell informiert werden. Hingegen erscheint eine Veröffentlichung in den Printmedien nachteilig wegen des langsamen und nicht mehr zeitgemäßen Informationsflusses.<sup>558</sup>

Der Emittent hat die Veröffentlichung nach Abs. 3 Satz 1 unverzüglich der Geschäftsführung der in Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 und 2 erfassten Börsen und der Bundesanstalt zu übersenden, soweit nicht die Bundesanstalt nach Abs. 2 Satz 4 gestattet hat, die Mitteilung nach Abs. 2 Satz 1 gleichzeitig mit der Veröffentlichung vorzunehmen.

Die Bundesanstalt kann von dem Emittenten Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen, soweit dies zur Überwachung der Einhaltung der in den Absätzen 1 bis 4 geregelten Pflichten erforderlich ist. Der Emittent hat den Bediensteten der Bundesanstalt und den von ihr beauftragten Personen, soweit dies zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben erforderlich ist, während der üblichen Arbeitszeit das Betreten seiner Grundstücke und Geschäftsräume zu gestatten. § 16 Abs. 6 und 7 gilt entsprechend.

---

<sup>558</sup> Vgl. hierzu *Wittich*, AG 1997, 1, 5, der es aufgrund der Informationseffizienz des Kapitalmarkts als sinnlos erachtet, zu einer Zeitungspublizität zurückzukehren.

Verstößt der Emittent gegen die Verpflichtung nach Abs. 1, 2 oder 3, so ist er einem anderen nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b und 37c zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet. Schadensersatzansprüche, die auf anderen Rechtsgrundlagen beruhen, bleiben unberührt.

Grundsätzlich wird zwar in der Neuregelung der Schadensersatzregelung eine wesentliche Verbesserung des Kapitalanlegerschutzes gesehen.<sup>559</sup> Allerdings geht damit auch eine Ausweitung des Haftungsrisikos von Unternehmen im Falle der Verletzung der Ad-hoc-Publizität einher.<sup>560</sup>

Die grundsätzliche, wenn auch veränderte Beibehaltung des § 15 Abs. 6 zeigt, dass der Gesetzgeber die Ad-hoc-Informationsverpflichtung aus § 15 Abs. 1 S. 1 trotz Anerkennung individueller Schadensersatzansprüche nach wie vor nicht als individualschützend verstanden wissen will.<sup>561</sup> Die Regelungen der §§ 37b und c sollen abschließende Tatbestände darstellen, die den fehlenden Individualschutz des § 15 Abs. 1 WpHG nicht in Frage stellen sollen. Entgegen aller früheren Versuche ist nunmehr klar gestellt, dass eine Schadensersatzhaftung des Gesetzgebers gem. § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 15 Abs. 1 WpHG nicht in Betracht kommt.<sup>562</sup> Durch die Neuformulierung ist auch eine mögliche Europarechtswidrigkeit des § 15 Abs. 6 WpHG a.F. obsolet geworden.<sup>563</sup> Die Einzelprobleme der Norm werden im Zusammenhang mit §§ 37b und c anschließend erörtert.

#### **f) Director's Dealings, § 15a WpHG**

Mit der neu geschaffenen Regelung zu den sog. Director's Dealings wurde eine Pflicht für Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder sowie deren Verwandten ersten Grades eingeführt, dem Emittenten und der BAFin Mitteilung zu geben, wenn sie Wertpapiere der eigenen Gesellschaft erwerben oder veräußern. Die Kenntnis über solche Transaktionen wird für den Markt als bedeutend angesehen, da sie als Prognose für die weitere Geschäftsentwicklung dienen kann.<sup>564</sup>

Wer als Mitglied des Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgans oder als persönlich haftender Gesellschafter eines Emittenten, dessen Wertpapiere zum Handel an einer

---

<sup>559</sup> *Fleischer*, BB 2002, 1869.

<sup>560</sup> *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112 ff.

<sup>561</sup> *Dühn*, Schadensersatzhaftung S. 170.

<sup>562</sup> vgl. hierzu die Gesetzesbegründung, BT-Drucks. 14/8017 vom 18.01.2002, S. 87.

<sup>563</sup> *Dühn*, Schadensersatzhaftung S. 170.

<sup>564</sup> *Möllers*, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 26.

inländischen Börse zugelassen sind, oder eines Mutterunternehmens des Emittenten Aktien des Emittenten oder andere Wertpapiere, bei denen den Gläubigern ein Umtauschrecht auf Aktien des Emittenten eingeräumt wird, oder ein sonstiges Recht zum Erwerb oder der Veräußerung von Aktien des Emittenten, erwirbt oder veräußert, hat dies dem Emittenten und der Bundesanstalt den Erwerb oder die Veräußerung unverzüglich schriftlich gemäß Abs. 2 mitzuteilen. Dies gilt auch für Rechte, die hier nicht aufgeführt sind, und deren Preis unmittelbar vom Börsenpreis der Aktien des Emittenten abhängt. Die Meldepflicht gilt auch für Ehepartner, eingetragene Lebenspartner und Verwandte ersten Grades der nach Satz 1 Verpflichteten. Eine Mitteilungspflicht nach Satz 1 besteht nicht, wenn der Erwerb auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil erfolgt. Eine Mitteilungspflicht besteht auch nicht für Geschäfte, deren Wert bezogen auf die Gesamtzahl der vom Meldepflichtigen innerhalb von 30 Tagen getätigten Geschäfte 25.000 Euro nicht übersteigt.

Die Vorschrift soll neben einer Erhöhung der Markttransparenz auch der Vermeidung von Insidergeschäften dienen. Allerdings schließt sie zu diesem Zweck Wertpapiertransaktionen eines betroffenen Personenkreises für bestimmte Perioden nicht aus.<sup>565</sup>

Die Wahl des in Satz 2 angeführten Personenkreises erscheint, auch unter dem Eindruck der Regierungsbegründung, als nicht geglückt. In der Literatur aber auch aus Praktikerkreisen wird angemerkt, dass zum einen z.B. vom Normzweck her nicht zu erkennen sei, weshalb etwa im Haus lebende Geschwister weniger verdächtig sein sollen, als volljährige Kinder, die aber bereits ihren eigenen Hausstand haben. Darüber hinaus müsse der Anwendungsbereich auch auf die von den in Satz 1 erwähnten Personen beherrschten Unternehmen ausgedehnt werden.<sup>566</sup> Zum anderen erscheine der hervorgerufene administrative Aufwand hinsichtlich der Personengruppe in Satz 2 zu umfangreich. Darüber hinaus kann das Problem bestehen, dass die Personen aus Satz 2 nicht über die erforderliche Sachkenntnis zur ordnungsgemäßen Erfüllung dieser Pflichten verfügen, so dass eine Regelung, wodurch die Mitteilung durch die entsprechenden Organmitglieder vorgenommen werden könne, als erstre-

---

<sup>565</sup> Vgl. hierzu die Corporate Governance Grundsätze, abzurufen unter [www.dai.de](http://www.dai.de).

<sup>566</sup> Hutter/Leppert, NZG 2002, 649, 656.

benswert erscheint.<sup>567</sup> Ebenfalls erscheint es unter praktischen Gesichtspunkten und auch vom Normzweck her sinnvoll, auch die Ausübung von Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil zu qualifizieren und damit unter die Ausnahmeregelung fallen zu lassen, da die Ausübung von Optionen in der Regel erfolgt, wenn diese „im Geld“ sind, unabhängig von der vom Ausübenden erwarteten Unternehmensentwicklung, was zu einer Missinterpretation durch den Markt führen kann.<sup>568</sup>

Inhaltlich ist die Meldung dahingehend zu konkretisieren, dass sie die Bezeichnung des Wertpapiers oder Rechts und die Wertpapierkennnummer, das Datum des Geschäftsabschlusses, den Preis, die Stückzahl und den Nennbetrag der Wertpapiere oder Rechte enthält.

Der Emittent hat eine Mitteilung nach Abs. 1 unverzüglich gemäß Satz 2 zu veröffentlichen. Die Veröffentlichung hat zu erfolgen durch Bekanntgabe im Internet unter der Adresse des Emittenten für die Dauer von mindestens einem Monat oder Abdruck in einem überregionalen Börsenpflichtblatt, wenn die Bekanntgabe im Internet für den Emittenten mit einem unverhältnismäßigen Aufwand verbunden wäre. Dieser vorrangige Veröffentlichungsmodus unterscheidet sich von dem des § 15 Abs. 3 WpHG. Dies wird in der Literatur ebenso bemängelt, wie der Verzicht auf Sanktionen im Falle eines Unterlassens.<sup>569</sup> Sowohl die Stellung der Vorschrift als auch die in der Regierungsbegründung angeführten Regelungsgründe sprächen dafür, dass der Gesetzgeber den Director's Dealings denselben Bedeutungsgrad zugemessen habe, wie der Information über eine Ad-hoc-pflichtige Tatsache. Dann solle dies aber folgerichtig zu denselben Veröffentlichungspflichten wie in § 15 Abs. 3 WpHG führen.<sup>570</sup> Darüber hinaus solle zumindest eine zentrale Veröffentlichung gesichert und ein Ausnahmetatbestand geschaffen werden, der von einer Veröffentlichungspflicht absieht, wenn die Nichtveröffentlichung das Interesse der Öffentlichkeit nicht gefährdet.<sup>571</sup>

Der Emittent hat der Bundesanstalt unverzüglich einen Beleg über die Veröffentlichung zu übersenden. Die Bundesanstalt kann von den nach Abs. 1 Verpflichteten sowie den beteiligten Wertpapierdienstleistungsunternehmen Auskünfte und die Vor-

---

<sup>567</sup> Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses (ZKA) zum Entwurf des 4. FFG, S. 18, abrufbar unter [www.bdb.de](http://www.bdb.de).

<sup>568</sup> Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses (ZKA) zum Entwurf des 4. FFG, S. 19.

<sup>569</sup> Möllers, in Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, S. 26.

<sup>570</sup> Hutter/Leppert, NZG 2002, 649, 657.

<sup>571</sup> Hutter/Leppert, NZG 2002, 649, 657, m.w.N.



lage von Unterlagen verlangen, soweit dies zur Überwachung der Einhaltung der in den Absätzen 1 und 3 geregelten Pflichten erforderlich ist.

Die vorsätzliche oder fahrlässige Verletzung der Mitteilungs- oder Veröffentlichungspflichten stellt eine Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 2 Nr. 1 und 2 WpHG dar. Da es nicht ausdrücklich geregelt ist, ob die Verletzungen auch zivilrechtliche Schadensersatzansprüche auslösen können, ist auch hier eine Diskussion hinsichtlich des Für und Wider des § 15a WpHG als Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB zu begrüßen. Zumindest unter dem Aspekt des Anlegerschutzes, der die Informationsbasis der Anleger verbreitern und ihnen Hinweise bezüglich der Anlageentscheidung geben soll, erscheint die Schutzgesetzeigenschaft als möglich. Konsequenterweise muss aber auch hier eine Schutzgesetzeigenschaft abgelehnt werden. Soweit § 15 in seiner klaren Formulierung des Abs. 6 die Schutzgesetzeigenschaft ausschließt, kann hinsichtlich § 15a nichts anderes gelten, da der Regelungszweck nur der Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, nicht aber auch dem Individualschutz dient.<sup>572</sup>

#### **g) Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation, § 20a WpHG**

Als Meilenstein des 4. FFG wurde seinerzeit die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation bezeichnet.<sup>573</sup> Diese Neuregelung ersetzt § 88 BörsG a.F., die durchwegs als bedeutungslos und rückständig bewertet wurde.<sup>574</sup> Der Gesetzgeber hat die Kritik an der Norm aufgegriffen und versucht, diese bei der Neuregelung zu berücksichtigen. Als Ergebnis hat er einen zweiteiligen Verbotstatbestand geschaffen, der zwischen informations- und handelsgestützten Manipulationen unterscheidet.

Nach Abs. 1 ist es zunächst verboten, unrichtige Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Vermögenswertes erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehender Rechtsvorschriften zu verschweigen, wenn die Angaben oder das Verschweigen geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes oder auf den Preis eines Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschafts-

---

<sup>572</sup> Waldhausen, Die Ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, S. 50.

<sup>573</sup> Fleischer, NJW 2002, 2977, 2978.

<sup>574</sup> Vgl. hierzu nur Altenhain, BB 2002, 1874 ff.

raum einzuwirken. Darüber hinaus gilt das Verbot auch für die Vornahme sonstiger Täuschungshandlungen, um auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes oder auf den Preis eines Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken. Somit wurde nunmehr auch das Erfordernis der Kursbeeinflussungsabsicht eingeführt, auf das Vorliegen einer überschießenden Innentendenz in Form einer Bereicherungsabsicht hingegen wurde verzichtet.<sup>575</sup> Auf Gemeinschaftsebene hielt man dieses Erfordernis, wie gezeigt, für entbehrlich, was zu einer inhaltlichen Diskrepanz führt. Dem Gesetzgeber sei aber an dieser Stelle zugestanden, dass im Richtlinienentwurf die Diskussion diesbezüglich noch nicht abgeschlossen war.<sup>576</sup> Andererseits zeigt dieses Beispiel die negativen Folgen eines voraussetzenden Gehorsams.

Es ist nicht erforderlich, dass durch das Handeln tatsächlich auf den Börsen- oder Marktpreis eingewirkt wird, lediglich eine vollendete Anwendung geeigneten Mittel ist entscheidend.<sup>577</sup>

Nicht umgesetzt wurde hingegen die Forderung, Finanzinstrumente von der Norm zu erfassen, die ausschließlich in sog. alternativen Handelssystemen<sup>578</sup> gehandelt werden.<sup>579</sup>

Unter den Begriff des Vermögenswertes fallen nicht nur Wertpapiere sondern auch Geldmarktinstrumente, Derivate, Rechte auf Zeichnung, ausländische Zahlungsmittel im Sinne des § 63 Abs. 2 des Börsengesetzes und Waren, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen, oder in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. An dieser Stelle fällt auf, dass mit der Definition der Vermögenswerte bereits eine Übereinstimmung

---

<sup>575</sup> Im Gegensatz hierzu beinhaltete der Regierungsentwurf dieses Erfordernis nicht. Hiernach war es verboten „sonstige Täuschungshandlungen“ vorzunehmen, die geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Vermögenswertes oder auf den Preis eines Vermögenswertes an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum einzuwirken.

<sup>576</sup> Weber, EuZW 2002, 43, 47.

<sup>577</sup> Möller, WM 2002, 309, 314.

<sup>578</sup> Zu dem Begriff <http://www.boersenaufsicht.de/ats.htm>.

<sup>579</sup> Möller, WM 2002 309, 312.

mit dem damaligen Begriff der Finanzmarktinstrumente im Entwurf zur Marktmissbrauchsrichtlinie vorlag.<sup>580</sup>

Gem. Abs. 2 kann das Bundesministerium der Finanzen durch Rechtsverordnung unter anderem präzisieren, wann eine „sonstige Täuschungshandlung“ vorliegt und welche Handlungen und Unterlassungen keinen Verstoß darstellen.<sup>581</sup> Die Verordnungsermächtigung soll eine flexible Konkretisierung des Tatbestandes in Abs. 1 ermöglichen, da eine umfassende Regelung per Gesetz aufgrund der mannigfaltigen Manipulationsmöglichkeiten nicht zu erreichen sei.<sup>582</sup> Vorteilhaft ist die Verordnungsmöglichkeit auch deswegen, weil die BAFin auf neue Manipulationstechniken schneller reagieren kann.<sup>583</sup> Ein Verstoß gegen das Bestimmtheitsgebot ist in der Verwendung unbestimmter, wertausfüllungsbedürftiger Rechtsbegriffe nicht zu sehen.<sup>584</sup> Unter den Begriff der „sonstigen Täuschungshandlungen“ fallen insbesondere Transaktionen, die über die tatsächliche Geschäftslage in einem Vermögenswert täuschen. Dies ist grundsätzlich bei fiktiven Geschäften der Fall, z.B. bei den sog. Wash Sales und Matched Orders.<sup>585</sup> Im Entwurf zur Marktmissbrauchsrichtlinie wurden diese Arten fiktiver Geschäfte ausdrücklich genannt, die Komitologierichtlinie zum Marktmissbrauch sieht diese Geschäftspraktiken ebenfalls als Indikatoren für ein missbräuchliches Verhalten, so dass der Gesetzgeber in diesem Punkt richtlinienkonform gearbeitet hat.<sup>586</sup> Nach der Regelung kann umgekehrt auch festgelegt werden, welche Handlungen in keinem Fall einen Verstoß gegen das Kursmanipulationsgebot darstellen. Ein Regelungsbedürfnis besteht hier insofern, da durch Käufe oder Verkäufe im Rahmen der Kursstabilisierung und Kurspflege Einfluss auf den Kurs oder Marktpreis genommen wird. Es ist also bereits hier berücksichtigt worden, dass eine Safe-Harbour Regel auf Gemeinschaftsebene eingeführt werden soll.

Eine „Unterlassungssünde“ des Gesetzgebers wurde schließlich darin gesehen, dass er sich auch hier nicht zu dem Thema geäußert hat, ob die Norm Schutzgesetzcha-

---

<sup>580</sup> Möller, WM 2002, 309, 312.

<sup>581</sup> Zu den Schwierigkeiten des Gesetzgebers im Einzelnen vgl. Altenhain, WM 2002, 1874, 1876.

<sup>582</sup> Hutter/Leppert, NZG 2002, 649, 651.

<sup>583</sup> Zu den Einzelheiten der Verordnung vgl. Pfüller/Anders, WM 2003, 2445 ff; Rössner/Bolkart, AG 2003, R394 ff sowie Rückert/Kuthe, BKR 2003 647 ff.

<sup>584</sup> BVerfGE 26, 186, 204, kritisch zu der Ausgestaltung der Verordnung jedoch Pfüller/Anders, WM 2003, 2445, 2447.

<sup>585</sup> Möller, WM 2002, 309, 313.

<sup>586</sup> Vgl. den Entwurf KOM (2001) 281 sowie Art. 4 der Richtlinie 2003/124/EG. Allerdings weisen Pfüller/Anders, WM 2003, 2445, 2447 darauf hin, dass der Gesetzgeber auch hier voreilig aktiv wurde und somit Abweichungen zur endgültigen europarechtlichen Vorgabe im Detail bestehen.

rakter hat.<sup>587</sup> Bei der Vorgängervorschrift des § 88 BörsG war dies nicht der Fall, da diese in erster Linie die allgemeine Zuverlässigkeit der börslichen Preisbildung im Auge hatte und somit nicht als Schutzgesetz angesehen werden konnte.<sup>588</sup> Somit stellt sich die Frage, ob die Gerichte § 20a als „droit constant“ verstehen oder ihm nunmehr Schutzgesetzqualität zubilligen.<sup>589</sup>

#### **h) Schadenersatz wegen unterlassener unverzüglicher Veröffentlichung kursbeeinflussender Tatsachen, bzw. wegen der Veröffentlichung unwahrer Tatsachen in einer Ad-hoc-Mitteilung , §§ 37 b, c WpHG**

Erstmals wurde durch das 4. FFG die Emittentenhaftung für fehlerhafte oder unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen gesetzlich geregelt. Bis zu diesem Zeitpunkt waren Emittenten weitgehend vor einer Inanspruchnahme durch getäuschte Anleger geschützt, da § 15 Abs. 6 S. 1 WpHG a.F. die Schutzgesetzeigenschaft von § 15 WpHG a.F ausschloss und nur § 15 Abs. 6 S. 2 WpHG a.F. die Möglichkeit eröffnete, Regress zu nehmen.<sup>590</sup> Meist scheiterte dies jedoch an unüberwindbaren Beweisproblemen. Veranlasst durch die Vorgänge am Neuen Markt, reagierte der Gesetzgeber und führte die §§ 37 b, c WpHG ein.

Zunächst ist es erforderlich, dass der Emittent von Wertpapieren, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, es entweder unterlässt, unverzüglich eine neue Tatsache zu veröffentlichen oder dass er eine unwahre Tatsache veröffentlicht, die in seinen Tätigkeitsbereich fallen soll und nicht öffentlich bekannt ist.

Der Wertpapierbegriff ergibt sich aus § 2 Abs. 1 WpHG. Die Papiere müssen an einer inländischen Börse zugelassen sein, so dass eine direkte Anwendung auf Wertpapiere, die im Freiverkehr gehandelt werden, nicht Betracht kommt, was zu einem Ausschluss der Emittentenhaftung führt, soweit den Papieren die entsprechende Zulassung fehlt.<sup>591</sup>

---

<sup>587</sup> *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2979.

<sup>588</sup> *Möllers/Leisch*, ZIP 2002, 1995, 1997.

<sup>589</sup> *Hutter/Leppert*, NZG 2002, 649, 651; *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2979. Ausführlich zu der Problematik *Dühn*, Schadensersatzhaftung, S. 189 ff, der einen Schadensersatzanspruch gem. § 823 Abs. 2, § 31 BGB analog i.V.m. § 20a Abs. 1 WpHG bejaht.

<sup>590</sup> *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112 ff; zu der Bewertung der alten Rechtslage vgl. *Möllers/Leisch*, ZIP 2002, 1995 ff.

<sup>591</sup> *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112, 113, die eine entsprechende Anwendung der §§ 37 b, c für Papiere, die im Freiverkehr gehandelt werden sowie für diejenigen, welche nach §§ 49 Abs. 1 56 BörsG in den geregelten Markt einbezogen sind, diskutieren. Zu Recht wird auf den Umstand verwiesen, dass derjenige, der sich der Ad-hoc-Publizität bedient einen Vertrauenstatbestand schafft und sich die ent-

Als Beispiele für die tatbestandliche Unterlassung können unterbliebene oder verspätete Gewinnwarnungen, für die Begehungsvariante die unwahre Meldung über einen Großauftrag dienen.<sup>592</sup> Dem Emittent kann zum einen vorgeworfen werden, er habe es unterlassen, eine negative Nachricht zu veröffentlichen, umgekehrt kann es ihm aber auch zum Vorwurf gemacht werden, dass er eine positive Nachricht verschwiegen hat.<sup>593</sup>

Allerdings muss es sich immer um eine Tatsache handeln, die nach § 15 zu veröffentlichen sein muss, also eine Ad-hoc-Tatsache. Von beiden Sachverhaltsvarianten ist das Unterlassen wohl am schwierigsten in seinem Kontext zu beurteilen, da von einem Unterlassen im Rechtssinn nur gesprochen werden kann, soweit eine Rechtspflicht zum Handeln besteht.<sup>594</sup> Der Emittent, der gem. § 15 Abs. 1 S. 2 von der Veröffentlichungspflicht befreit wurde, haftet daher mangels Pflichtverletzung nicht. Auch die Irreführung durch ein aktives Tun kann darin bestehen, dass entweder eine positiv oder negativ unwahre Tatsache veröffentlicht wird.<sup>595</sup> Als unwahre Tatsachen kommen vollständig oder teilweise erfundene Tatsachen in Betracht, aber auch Übertreibungen und unzutreffende Dementis.<sup>596</sup> Zu bemerken ist, dass eine Tatsache<sup>597</sup> erst dann vorliegt, wenn sie eingetreten ist und jede eingetretene Tatsache neu ist, womit den Tatbestandsmerkmalen „neu“ und „eingetreten“ neben dem Tatsachenbegriff selbst keine selbständige Bedeutung zukommt.<sup>598</sup>

Weitere tatbestandliche Voraussetzung ist, dass die Tatsache wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet ist, den Börsenpreis der zugelassenen Wertpapiere erheblich zu beeinflussen. Die Tatsache muss also nur Kursbeeinflussungspotential besitzen; ob es tatsächlich zu der Beeinflussung kam, ist irrelevant. Die Bewertung des Kursbeeinflussungspotentials muss aufgrund einer ex ante Prognose beantwortet werden.<sup>599</sup> Problematisch hierbei ist jedoch, dass keine wissenschaftlich gesicher-

---

sprechende Haftung aus dem Verbot des widersprüchlichen Verhaltens ergibt. Vgl. hierzu auch *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471, 1472, m.w.N.

<sup>592</sup> *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2979.

<sup>593</sup> *Leis/Nowak*, Ad-hoc-Publizität, S. 153, mit dem Hinweis auf die Veröffentlichung einer Gewinnsteigerung der Leifheit AG in einem Aktionärsbrief, ohne dies in einer Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen.

<sup>594</sup> *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112, 114.

<sup>595</sup> Gesetzesbegründung, BT-Drucks. 14/8017 vom 18.01.2002, S. 94.

<sup>596</sup> *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112, 114.

<sup>597</sup> Zum Tatsachenbegriff *Kümpel*, in *Assmann/Schneider*, § 15, Rn. 44.

<sup>598</sup> *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471, 1473.

<sup>599</sup> *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471, 1474.

ten Daten existieren, die den Zusammenhang zwischen dem Geschäftsverlauf eines Unternehmens und dem Börsenkurs nachweisen.<sup>600</sup> Die h.M stellt daher auf die den Börsenpreis bedingenden Vermögensdispositionen der Investoren und nicht auf den Preis selbst ab. Die Geeignetheit ist also dann zu bejahen, wenn die Kenntnis über eine Tatsache für einen rational handelnden Investor einen Kauf- oder Verkaufsanreiz darstellt, wobei hier empfohlen wird, auf Fallgruppen zurückzugreifen.<sup>601</sup>

Als positiv zu bewerten, ist die Regelung hinsichtlich des Verschuldens. Der Emittent haftet nur für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit. Die Beweislast für fehlendes Verschulden obliegt aber dem Emittenten. Dies entspricht den Grundsätzen über die Beweislastverteilung anhand der von den Beteiligten jeweils beherrschten Verantwortungsbereiche.<sup>602</sup> Hierbei erhält die Regelung rechtsvergleichende Unterstützung durch das US-amerikanische Kapitalmarktrecht, welches nach einer Entscheidung des Obersten Gerichtshofes ein „scienter“-Erfordernis erlangt und somit einfache Fahrlässigkeit nicht mehr ausreichen lässt.<sup>603</sup>

Der Geschädigte muss die Wertpapiere entweder nach der Unterlassung erwerben und bei Bekanntwerden der Tatsache noch Inhaber der Wertpapiere sein oder die Wertpapiere vor dem Eintritt der Tatsache erwerben und nach der Unterlassung veräußern. Entsprechend der Veröffentlichung unwahrer Tatsachen müssen die Wertpapiere nach der Veröffentlichung erworben und bei dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Tatsache noch nicht veräußert worden sein oder sie müssen vor der Veröffentlichung erworben und vor dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Tatsache veräußert worden sein. Zunächst muss ein Kausalzusammenhang zwischen der pflichtwidrig unterlassenen oder unwahren Ad-hoc-Meldung und dem Wertpapiergeschäft bestehen. Eine anlegerfreundliche Beweislastumkehr hat der Gesetzgeber hier bedauernswerterweise nicht eingebaut. Allerdings wird in der Literatur darauf hingewiesen, dass auch hier auf die Figur der Anlagestimmung zurückgegriffen werden könne, was auch dem internationalen Standard entspreche.<sup>604</sup> Die erste Gruppe hat die Papiere also zu teuer gekauft, die zweite Gruppe hat sie zu billig verkauft.

---

<sup>600</sup> Geibel, in Schäfer, § 15 WpHG, Rn. 96.

<sup>601</sup> Fürhoff/Wölk, WM 1997, 449, 455.

<sup>602</sup> Vgl. Gesetzesbegründung, BT-Drucks. 14/8017 vom 18.01.2002, S.93.

<sup>603</sup> Fleischer NJW 2002, 2977, 2980.

<sup>604</sup> Fleischer, NJW 2002, 2977, 2980 m.w.N zur sog. fraud on the market Theorie. Kritisch zu dieser Rechtsprechung Veil, ZHR 2003, 365, 383, der die fehlende argumentative Absicherung dieser Figur herausstreicht und als weiteres Argument anführt, dass es sich nicht mit der für die Begründung eines Anscheinsbeweises notwendigen Wahrscheinlichkeit sagen lässt, dass auch eine Ad-hoc-Mitteilung eine Anlagestimmung auszulösen vermag.

Dagegen sind Altanleger, die durch falsche Ad-hoc-Informationen davon abgehalten wurden ihre Wertpapiere zu verkaufen, nicht anspruchsberechtigt.<sup>605</sup>

Das wohl bedeutendste Problem in diesem Zusammenhang ist das der Schadensberechnung. Lapidar verweist der Gesetzgeber darauf, der Anleger müsse so gestellt werden, als ob der Emittent seine Pflicht ordnungsgemäß erfüllt habe. Damit ist aber noch nicht gesagt, in welcher Weise die Schadensberechnung vorgenommen werden soll. An dieser Stelle werden in der Literatur die vielfältigsten Berechnungsmethoden vorgeschlagen, die sowohl einen Nichtvermögens- wie auch einen Vermögensschaden in Betracht ziehen und hierbei weiter differenzieren, ob die Naturalrestitution oder der Differenzschaden als Kompensationsmöglichkeit in Betracht zu ziehen ist.<sup>606</sup> Da dieses Problem auch in Frankreich besteht, kann bereits hier deutlich gesehen werden, wie hoch der Regelungsbedarf in der Gemeinschaft ist, um ein einheitliches Anlegerschutzniveau in diesem Bereich zu etablieren.<sup>607</sup>

Insgesamt wird die Einführung der §§ 37 b und c WpHG unterschiedlich beurteilt. Grundsätzlich wird die Neuregelung begrüßt, die Ansichten gehen aber von einer relativen praktischen Unwirksamkeit über eine ausgewogene Regelung bis hin zu einer erheblichen Erweiterung des Haftungsrisikos für Unternehmer.<sup>608</sup>

### **3 Darstellung und Analyse des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes<sup>609</sup>**

Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz<sup>610</sup> mit seinen Änderungen hinsichtlich des WpHG dient explizit der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie.<sup>611</sup> Das Gesetz soll den Anlegerschutz im Bereich der Kapitalmarktinformationen und den Schutzes vor unzulässigen Marktpraktiken verbessern. Intention ist die Umsetzung der EU-Richtlinie, wodurch das Insiderrecht, das Recht der Ad-hoc-Publizität und die Regelungen zu Marktmanipulationen modernisiert und auf europäischer Ebene vereinheitlicht werden soll. Mit der Erweiterung der für Wertpapiere bereits bestehenden Pros-

---

<sup>605</sup> *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2980 weist zu Recht darauf hin, dass die Deinvestitionsfreiheit schützenswert ist. Nach seiner Annahme ist die Sorge vor unübersehbaren Schadensersatzklagen Grund, diese Gruppe nicht zu berücksichtigen.

<sup>606</sup> Vgl. zu den unterschiedlichen Positionen *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471, 1475 sowie *Fleischer*, BB 2002, 1869, 1870.

<sup>607</sup> Zur Situation in Frankreich *Fleischer*, BB 2002, 1869, 1870, m.w.N.

<sup>608</sup> Zu den einzelnen Ansichten *Rössner/Bolkart*, ZIP 2002, 1471, 1477, *Veil*, ZHR 2003, 365, 402, *Möllers/Leisch*, NZG 2003, 112, 116.

<sup>609</sup> BGBl I S.2630 vom 29.10.2004

<sup>610</sup> Abzurufen unter <http://www.bundesfinanzministerium.de/Aktuelles/Gesetze/Verordnungen-903.23945/Gesetze/Anlegerschutzverbesserungsgese...htm>.

<sup>611</sup> Vgl. AnSVG S. 1.

pektspflicht auf nicht in Wertpapieren verbriefte Anlageformen, flankiert durch entsprechende Haftungsansprüche, soll der Anlegerschutz durch größere Produkttransparenz und Stärkung der Haftungsansprüche der Anleger verbessert werden.<sup>612</sup>

Bereits am 25. Februar 2003 stellten Bundesjustizministerin Zypries und Bundesfinanzminister Eichel einen ausgearbeiteten Maßnahmenkatalog vor, dessen Ziel es war, Wertpapieranleger besser schützen und das Vertrauen in die Aktienmärkte zu festigen. Dazu gehören ein besserer Schutz vor Falschinformationen, eine Reform des Bilanzrechts und eine erleichterte Klagebefugnis für Aktionäre.<sup>613</sup>

In Art. 1 AnSVG ist die Neuregelung des WpHG aufgenommen. Anhand der folgenden Analyse wird sich am besten zeigen, wie effektiv das Gemeinschaftsrecht tatsächlich ist, da anhand der direkten Umsetzung ein genauer Maßstab zur Bewertung vorliegt.

#### **a) Anwendungsbereich, § 1 WpHG**

Nach § 1 Abs. 1 ist das Gesetz auf die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen, den börslichen und außerbörslichen Handel mit Finanzinstrumenten, den Abschluss von Finanztermingeschäften, auf Finanzanalysen sowie auf Veränderungen der Stimmrechtsanteile von Aktionären an börsennotierten Gesellschaften anzuwenden. Das Gesetz übernimmt an dieser Stelle den Begriff des „Finanzinstruments“ aus Art. 1 Abs. 3 der Richtlinie und erweitert die bisherige Aufzählung des § 1 WpHG. Dem Anwender ist der Begriff aber bereits geläufig, da er ihn aus § 1 Abs. 11 KWG kennt. Da die in den §§ 34b und 34c WpHG eingefügten Vorschriften über Finanzanalysen (Analyse der Finanzinstrumente und deren Anzeigepflicht) weder eine Wertpapierdienstleistung oder –nebendienstleistung noch den Handel mit Finanzinstrumenten und Finanztermingeschäften betreffen, ist der Anwendungsbereich des § 1 entsprechend ergänzt worden.

Nach Abs. 2 sind die Vorschriften des dritten und vierten Abschnitts sowie die §§ 34b und 34c WpHG auch auf Handlungen und Unterlassungen anzuwenden, die im Ausland vorgenommen werden, sofern sie Finanzinstrumente betreffen, die an einer inländischen Börse gehandelt werden. Die Vorschrift soll Art. 10 der Marktmissbrauchsrichtlinie umsetzen und den territorialen Anwendungsbereich der Gebote und

---

<sup>612</sup> Vgl. Entwurf AnSVG S. 1.

<sup>613</sup> <http://www.bundesregierung.de/dokumente/-,413.469090/Artikel/dokument.htm>.



Verbote der Abschnitte über die Insiderüberwachung, die Überwachung der Marktmanipulation und die Finanzanalysen definieren.<sup>614</sup> Die weitere Beschränkung des Anwendungsbereichs einzelner Vorschriften, wie etwa im Falle des § 15 WpHG auf Emittenten börsenzugelassener Finanzinstrumente, bleibt hiervon unberührt. An dieser Stelle hat der Gesetzgeber den Anwendungsbereich entgegen der Richtlinie eingeschränkt. Diese sieht nämlich vor, dass die Ver- und Gebote auf Handlungen anzuwenden sind, die im Hoheitsgebiet der Mitgliedstaaten oder im Ausland vorgenommen werden und Finanzinstrumente betreffen, die zum Handel auf einem in ihrem Hoheitsgebiet belegenen oder betriebenen geregelten Markt zugelassen sind oder für die ein entsprechender Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde. Darüber hinaus gilt der Anwendungsbereich aber auch für Handlungen, die in ihrem Hoheitsgebiet begangen werden und Finanzinstrumente betreffen, die zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder für die ein entsprechender Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde. Eine Erklärung, warum die Finanzinstrumente, die zum Handel auf einem geregelten Markt eines Mitgliedstaates zugelassen sind, ausklammert wurden, bleibt der Gesetzgeber schuldig. Zwar besteht nur eine geringe Gefahr, dass der Anleger völlig schutzlos bleibt, da er die entsprechende Handlung oder Unterlassung im jeweiligen Mitgliedstaat verfolgen kann. Nichtsdestotrotz bedeutet es aber eine erhebliche Erschwerung der jeweiligen Rechtsverfolgung.

Mit § 1 Abs. 3 WpHG folgt der Gesetzgeber der Vorgabe aus Art 7 der RiLi. Fast wörtlich übernimmt der Gesetzgeber die Regelung und weicht nur in Nuancen ab. An dieser Stelle sei nochmals an den theoretischen Teil<sup>615</sup> der Arbeit erinnert, wo es um die Umsetzungsmöglichkeiten der Einzelstaaten aus Art. 249 EGV ging, so fällt an dieser Stelle eines besonders auf: Durch die hier vorgegebene Regelungsdichte bleibt dem nationalen Gesetzgeber keine andere Wahl, als sich in der Umsetzung an den Richtlinien text zu halten. Ansonsten wäre die Umsetzung nicht nur ungenau, sondern ggf. unvollständig oder sogar falsch. Ohne die Konsequenzen der mangelhaften Umsetzung aufzeigen zu wollen, zeigt dies in der Praxis, wie zwingend der Gesetzgeber der Vorlage folgen muss. Einerseits bedeutet dies die Einschränkung des Gedanken aus Art. 249 EGV, andererseits aber auch, dass eine hohe Effektivität in der Umsetzung durch die Vorgabe in der Richtlinie gesteuert werden kann.

---

<sup>614</sup> Vgl. Entwurf AnSVG Begründung Art. 1 S. 2.

<sup>615</sup> Vgl. Fn. 217

## **b) Die Umsetzung des Begriffs „Finanzinstrumente“ § 2 Abs. 2 b WpHG**

Nach § 2 Abs. 2 b WpHG handelt es sich bei Finanzinstrumenten um Wertpapiere im Sinne des Abs. 1, Geldmarktinstrumente im Sinne des Abs. 1a, Derivate im Sinne des Abs. 2 und Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren. Als Finanzinstrumente gelten auch sonstige Instrumente, die zum Handel an einem organisierten Markt im Sinne des Abs. 5 im Inland oder in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union zugelassen sind oder für die eine solche Zulassung beantragt worden ist.

Der neue § 2 Abs. 2b WpHG setzt Art. 1 Nr. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie um, indem er den Begriff des Finanzinstruments einführt, der nunmehr einheitlich für sämtliche Regelungen der Abschnitte 3 und 4 sowie der §§ 34b und 34c WpHG maßgeblich ist. Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren gehörten bereits zum Wertpapierbegriff nach Art. 1 Nr. 4 der Richtlinie 93/22/EWG, waren aber bisher nur separat in § 12 Abs. 2 Nr. 1 WpHG a.F. und § 20a Abs. 1 Satz 2 WpHG a.F. enthalten.<sup>616</sup>

Auch hier hat sich der Gesetzgeber sehr genau an die Vorgaben der Richtlinie gehalten, es blieben ihm aufgrund der nicht interpretationsfähigen Vorgaben auch kaum Umsetzungsspielräume.

## **c) Aufgaben und Befugnisse der Aufsichtsbehörde, § 4 WpHG**

Eine Anzahl weiterer Neuregelungen findet sich in § 4 WpHG. Augenfällig ist zum einen die Bündelung der bisher im Gesetz völlig verstreuten Aufsichtsmaßnahmen der BaFin zu einer Generalnorm. Hier werden die Einzelbefugnisse der §§ 16, 18, 20b, 29 und 35 WpHG zusammengefasst. Neben der Zusammenfassung der Einzelnormen werden die Befugnisse der BaFin aber auch um die Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie und weiterer europarechtlicher Rechtssetzungsvorhaben erweitert. Insbesondere werden die Art. 6, 11 und 12 der Richtlinie in nationales Recht überführt. Mit Blick auf die umfangreiche Umsetzung der Einzelnormen der RiLi in einen einzigen Paragraphen scheint sich eine weitere positive Einwirkung auf nationales Recht bemerkbar zu machen. Soweit die Vorgaben in sich sehr umfangreich sind, scheinen sie den nationalen Gesetzgeber zu einer Systematisierung zu bewegen. Es wäre dem nationalen Gesetzgeber unbenommen gewesen, die bisherige Systematik beizubehalten und die jeweiligen Vorgaben an den verschiedenen Stellen einzuarbeiten. Darauf hat er jedoch verzichtet und eine Zentralnorm geschaffen, die

---

<sup>616</sup> Begründung zu § 2 Abs. 2 WpHG n. F., S. 7.

im Wesentlichen die Umsetzung einer Gemeinschaftsnorm darstellt, flankiert von weiteren korrespondierenden Regelungen. Zwar ist diese Annahme nicht durch die Entwurfsbegründung gesichert, jedoch sind mehrere solcher Fälle zu beobachten, was zumindest ein Indiz darstellt.<sup>617</sup>

Nach Abs. 1 übt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht die Aufsicht nach Vorschriften dieses Gesetzes aus. Sie hat im Rahmen der ihr zugewiesenen Aufgaben Missständen entgegenzuwirken, welche die ordnungsgemäße Durchführung des Handels mit Finanzinstrumenten oder von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für den Finanzmarkt bewirken können. Sie kann Anordnungen treffen, die geeignet und erforderlich sind, diese Missstände zu beseitigen oder zu verhindern. Hier wird die Erweiterung der Anwendung durch den Begriff der Finanzinstrumente eingearbeitet, wie ihn Art. 1 Abs. 3 vorgibt.

In den nachfolgenden Absätzen 2 und 3 lassen sich interessante Neuregelungen verzeichnen. Inhaltlich dienen sie der Umsetzung von Art. 12 Abs. 1, Abs. 2 lit. a, b, c, e, f. Abs. 2 bezeichnet die Möglichkeit der Bundesanstalt, die Einhaltung der Verbote und Gebote dieses Gesetzes überwachen zu können und das Anordnungsrecht geeigneter und erforderlicher Maßnahmen. Sie kann insbesondere den Handel mit einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten vorübergehend untersagen oder die Aussetzung des Börsenhandels in einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten anordnen, soweit dies zur Durchsetzung dieser Vorschriften oder zur Beseitigung von Missständen nach Abs. 1 geboten ist. In der Entwurfsbegründung<sup>618</sup> heißt es hierzu, die Marktmissbrauchsrichtlinie verlange nicht nur die zeitweilige Aussetzung des Handels an der Börse, sondern jeglicher, auch außerbörslicher und privater Transaktionen mit den betroffenen Finanzinstrumenten.<sup>619</sup> Dies steht so jedoch nicht in der Richtlinie. Auch hier wird nur davon gesprochen, dass sie den Handel mit den betreffenden Finanzinstrumenten aussetzen kann.<sup>620</sup> Bemüht man an dieser Stelle jedoch die Auslegungsregel des *effet utile*, so ist der gesetzgeberischen Interpretation zuzu-

---

<sup>617</sup> Der allgemeine Teil der Gesetzesbegründung, S. 4, spricht hier lediglich von einer Zusammenführung aus Gründen der Verbesserung der Übersicht und Struktur hinsichtlich der Befugnisse der Bundesanstalt und über die Umsetzung von Art. 12 der RiLi. Ein Kausalitätsnachweis lässt sich hierdurch aber noch nicht führen.

<sup>618</sup> Alle relevanten Dokumente zum Gesetzgebungsverfahren sind unter [http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040\\_deutsche\\_gesetzgebungsgeschichte/ansvg\\_geschichte/](http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/ansvg_geschichte/) abzurufen

<sup>619</sup> Begründung zu § 4 Abs. 2 WpHG-E n. F, S. 9.

<sup>620</sup> Art. 12 Abs. 2 f Marktmissbrauchsrichtlinie.

stimmen. Nur bei einem vollumfänglichen Transaktionsverbot ist die Sicherheit der Anleger gewährleistet. Auch wenn er einen bedeutenden Eingriff in die Rechtsposition der betroffenen Marktteilnehmer darstellt und nur als ultima ratio dienen kann, ist ein derartiger Schritt nicht nur sinnvoll sondern geboten. Allerdings wäre es schon auf der Richtlinienseite von Vorteil gewesen, hätte sie diese Befugnis klar formuliert. Denn vom Wortlaut her kann der Mitgliedstaat auch eine mildere Eingriffsbefugnis formulieren, ohne einen Verstoß gegen das Gemeinschaftsrecht zu begehen. Dasselbe ist dem deutschen Gesetzgeber zu raten. Hinsichtlich der Schwere des Eingriffs sollte der Maßnahmenkatalog genau definiert werden, um etwaige Probleme hinsichtlich der Rechtsprechung zur Wesentlichkeitstheorie<sup>621</sup> zu vermeiden.<sup>622</sup>

Äußerst problematisch erscheint auch die Festlegung der Anordnungsvoraussetzungen. Die Gebotenheit zur Anordnungsdurchsetzung ist eine vage Formulierung, welche nur im Wege der Auslegung zu ermitteln ist. Dies bedeutet aber eine große Rechtsunsicherheit und letztendlich auch eine Gefahr für den Finanzmarkt Deutschland. Der Bundesrat hat in seiner Stellungnahme zu dem Gesetzesentwurf hierzu geäußert, dass die EU-Vorgaben auf Verstöße gegen Insider- und Marktmanipulationsverbote beschränkt seien.<sup>623</sup> Die in § 4 Abs. 2 WpHG vorgesehene Befugnis gehe aber weit darüber hinaus, da sie der Bundesanstalt die Untersagung bzw. Aussetzung des Handels zur Durchsetzung sämtlicher Gebote und Verbote des WpHG ermögliche. In Umsetzung der EU-Vorgaben solle die Befugnis auf Verstöße gegen

---

<sup>621</sup> Die Wesentlichkeitstheorie hat sich aus der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts entwickelt und besagt, dass wesentliche Entscheidungen durch das Parlament getroffen werden müssen. Dadurch wird versucht, einen Ausgleich zwischen dem Demokratie- und dem Rechtsstaatsprinzip zu schaffen: Das Demokratieprinzip spricht für einen Totalvorbehalt, also dafür, dass sämtliche Entscheidungen durch das Parlament als vom Bürger legitimierte Einrichtung zu treffen sind. Dem widerspricht jedoch der Gedanke der Gewaltenteilung, der besagt, dass laufende politische Entscheidungen Aufgabe der Exekutive sind. Der Ausgleich wird dadurch geschaffen, dass wesentliche Handlungen zumindest einer gesetzlichen Grundlage bedürfen. Zu den wesentlichen Fragen gehören zunächst sämtliche Eingriffe in die Freiheitsrechte des Grundgesetzes. Darüber hinaus sind auch alle grundrechtsrelevanten Handlungen, die einem Grundrechtseingriff gleichwertig erscheinen, wesentlich (z. B. der Ausgleich zwischen sich überschneidenden Grundrechten sowie die Regelung von grundrechtlichen Teilhaberechten und Schutzpflichten). Schließlich gehören dazu auch alle "sonst wesentlichen" Fragen, die wegen ihrer Bedeutung für das Volk durch das Parlament entschieden werden müssen. Dazu gehören z. B. die Subventionierung von Presseunternehmen, die Beleihung sowie Präklusionsregeln im Verwaltungsverfahren. Einer gesetzlichen Grundlage bedarf auch der Erlass von Rechtsverordnungen durch die Verwaltung. Für Verordnungen des Bundes stellt Art. 80 GG besondere Anforderungen, die sich ähnlich auch in den Landesverfassungen finden.

<sup>622</sup> Vgl. hierzu die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts 2 BvR 1436/02 vom 24.9.2003 zu dem Thema Kopftuchstreit.

<sup>623</sup> [http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040\\_deutsche\\_gesetzgebungsgeschichte/ansvg\\_geschichte/ansvg\\_pdfs/stellungnbr\\_gegenaeusserungbreg\\_ansvg\\_btdrs\\_15\\_3355.pdf](http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/ansvg_geschichte/ansvg_pdfs/stellungnbr_gegenaeusserungbreg_ansvg_btdrs_15_3355.pdf)

Insider- und Marktmanipulationsverbote beschränkt werden. Dies gelte umso mehr, als Markteingriffe wie Unterbrechung und Untersagung des Handels im Einzelfall erhebliche Folgewirkungen für den Finanzplatz Deutschland zeitigen könnten.<sup>624</sup> Dieser Ansicht ist zuzustimmen, insbesondere da gem. Abs. 7 Widerspruch und Anfechtungsklage keine aufschiebende Wirkung gegen die angeordneten Maßnahmen entfalten. Die Bundesregierung hat dieser Ansicht grundsätzlich zugestimmt.<sup>625</sup> Sie hat daher den Absatz um den Halbsatz „soweit dies zur Durchsetzung der Verbote nach § 14 oder § 20a oder zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach Absatz 1 geboten ist“ erweitert.

Nichts anderes kann in der Ausformulierung für Abs. 3 gelten, der Art. 12 Abs. 2 lit. a, b und d ins WpHG übertragen soll. Nach Abs. 3 S. 1 kann die Bundesanstalt von jedermann Auskünfte, die Vorlage von Unterlagen und die Überlassung von Kopien verlangen sowie Personen laden und vernehmen, soweit dies aufgrund konkreter Anhaltspunkte für die Überwachung der Einhaltung eines Verbots oder Gebots dieses Gesetzes erforderlich ist. Dabei sieht die Entwurfsbegründung vor, dass Unterlagen nicht nur Schriftstücke, sondern auch vorhandene elektronische Aufzeichnungen und Verbindungsdaten, etwa von Telefongesprächen und Datenübermittlungen sein können. Dies entspricht wörtlich dem Richtlinienentwurf, so dass die Begründung selbst nicht zu kritisieren ist. Allerdings ist es fraglich, warum der Gesetzgeber nur in der Begründung den amtlichen Text aufnimmt, anstatt ihn direkt in das Gesetz zu übertragen. Vom Sprachgebrauch sind Unterlagen nicht zwingend als elektronische Aufzeichnungen von Telefongesprächen zu klassifizieren, sondern eher als Schriftstücke. Im Hinblick auf die Überlegungen zu Abs. 2 und aus Klarstellungserwägungen kann hier hinsichtlich der zu wählenden Formulierung nichts anderes gelten, zumal der Datenschutz ein wesentlich sensibleres Thema ist, als die Einschränkung der Privatautonomie. Daran ändert auch der Hinweis auf Aussageverweigerungsrechte Verschwiegenheitspflichten nichts.<sup>626</sup> Dem Gesetzgeber wäre anzuraten gewesen, den Richtlinienentwurf entweder wörtlich zu übernehmen, zumindest aber klare Formulierungen hinsichtlich der zu regelnden Materien zu verwenden, so wie er es z.B. hinsichtlich der Betretungsrechte in Abs. 4 praktiziert hat, wo er sehr detailliert die möglichen Eingriffe in Art. 13 GG beschrieben hat.

---

<sup>624</sup> Vgl. hierzu die Stellungnahme des Bundesrates, BT-Drucks. 15/3355 vom 16.06.2004.

<sup>625</sup> Vgl. hierzu die Gegenäußerung der Bundesregierung, BT-Drucks. 15/3355 vom 16.06.2004.

<sup>626</sup> Begründung zu § 4 Abs. 2 WpHG-E, S. 10.

Nach Abs. 6 kann die Bundesanstalt eine nach den Vorschriften dieses Gesetzes gebotene Veröffentlichung oder Mitteilung auf Kosten des Pflichtigen vornehmen, wenn die Veröffentlichungs- oder Mitteilungspflicht nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht in der vorgeschriebenen Weise erfüllt wird. Dies entspricht der Umsetzung von Art. 6 Abs. 7 der RiLi, worin festgelegt ist, dass die Behörde alle Maßnahmen ergreifen kann, um die Pflichterfüllung hinsichtlich der Ad-hoc-Publizität Art. 6 Abs. 1-6) sicherzustellen.

#### **d) Grenzüberschreitende Zusammenarbeit der zuständigen Stellen, § 7 WpHG**

§ 7 WpHG setzt die Vorgaben aus Art. 16 RiLi um und regelt hierbei die Zusammenarbeit zwischen den zuständigen Stellen der Mitgliedstaaten und der Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum neu. Auch hier führt die Umsetzung zu einer Neuordnung des Gesetzes durch Einführung einer Zentralnorm. Mit § 7 Abs. 1 WpHG wird Art. 16 Abs. 1 entsprechend umgesetzt. Allerdings wird den Behörden neben der Erforderlichkeit zur Zusammenarbeit auch noch der Prüfungsmaßstab der Geeignetheit an die Hand gegeben, um entscheiden zu können, ob eine Zusammenarbeit tatsächlich vorgenommen werden soll.

Bei der Umsetzung von Art. 16 Abs. 2 in § 7 Abs. 2 WpHG hat der Gesetzgeber eine notwendige Präzisierung vorgenommen. Spricht die Richtlinie noch von „allen zu übermittelnden Informationen“ ergänzt der Gesetzentwurf den Informationsbegriff durch den Einschub „soweit dies für die Überwachung von organisierten Märkten oder anderen Märkten für Finanzinstrumente, von Kreditinstituten, Finanzdienstleistungsinstituten, Investmentgesellschaften, Finanzunternehmen oder Versicherungsunternehmen nach den Vorschriften dieses Gesetzes und entsprechenden Vorschriften der in Abs. 1 genannten Staaten oder damit zusammenhängender Verwaltungs- oder Gerichtsverfahren erforderlich ist“. Ansonsten ist die Umsetzung fast wörtlich. Minutiös hakt der Gesetzgeber die Vorgaben ab und setzt sie in nationales Recht um. Lediglich Art. 16 Abs. S. 7 sowie Abs. 4 S. 5 blieben hier unberücksichtigt, wonach unbeschadet des Art. 226 EGV eine zuständige Behörde, deren Informationsersuchen nicht innerhalb angemessener Frist Folge geleistet wird oder abgelehnt wurde, dies dem Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden melden kann, der daraufhin Beratungen im Hinblick auf eine rasche und effiziente Lösung abhält.

### e) Anzeige von Verdachtsfällen, § 10 WpHG

Mit der Umsetzung von Art. 6 Abs. 9 der RiLi wird auch erstmalig der Inhalt einer Durchführungsrichtlinie in die nationale Gesetzgebung einbezogen.<sup>627</sup> Kerninhalt ist die Anzeigepflicht im Fall eines Verdachts des Insiderhandels und der Marktmanipulation bei der BaFin durch Personen, die am Finanzmarkt beruflich tätig sind.

Hiernach sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen, andere Kreditinstitute, Betreiber von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, verpflichtet, bei Feststellung von Tatsachen, die darauf schließen lassen, dass mit einem Geschäft über Finanzinstrumente gegen ein Verbot oder Gebot nach § 14 oder § 20a verstoßen wird, diese unverzüglich der Bundesanstalt anzuzeigen. Sie dürfen andere Personen als staatliche Stellen und solche, die aufgrund ihres Berufs einer gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht unterliegen, von der Anzeige oder von einer daraufhin eingeleiteten Untersuchung nicht in Kenntnis setzen. Diese Formulierung entspricht nicht genau der gemeinschaftsweiten Vorgabe aus Art. 6 Abs. 9 RiLi und der entsprechenden Durchführungsmaßnahme gem. Art. 6 Abs. 10 RiLi i.V.m. Art. 7 Richtlinie 2004/72/EG. Auch der Entwurf zur Marktmissbrauchsrichtlinie erklärt, dass besondere Bestimmungen für natürliche und juristische Personen gelten müssen, deren berufliche Tätigkeit darin besteht, Analysen und sonstige wichtige Informationen zu erstellen oder weiterzugeben, oder die beruflich Aufträge erhalten, bei denen der begründete Verdacht besteht, dass die Geschäfte auf Insider-Informationen beruhen oder eine Marktmanipulation darstellen. Diese Bestimmungen sind notwendig, um die professionellen Marktakteure in die Bestrebungen um Marktintegrität einzubinden.<sup>628</sup> Entscheidend ist, dass bloße Vermutungen nicht ausreichen, sondern Tatsachen vorliegen müssen, um eine Anzeigepflicht zu begründen.<sup>629</sup> Ob diese Tatbestandsvoraussetzung richtig umgesetzt worden sind erscheint fraglich. In dem 9. Erwägungsgrund der Durchführungsrichtlinie wird ausgeführt, dass für die Meldung verdächtiger Geschäfte bei den zuständigen Behörden durch Personen, die beruflich Geschäfte mit Finanzinstrumenten tätigen, ausreichende Indizien für deren marktmissbräuchlichen Charakter erforderlich sein müssen, d. h. es muss ein begründeter

---

<sup>627</sup> Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates - Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen.

<sup>628</sup> Vgl. Begründung zu Art. 6 KOM (2001) 281.

<sup>629</sup> Begründung zu § 10 Abs. 1 WpHG-E, S. 16.

Verdacht für das Vorliegen eines Insider-Geschäfts oder einer Marktmanipulation bestehen. Bestimmte Geschäfte können für sich genommen völlig unverdächtig erscheinen, jedoch die Vermutung auf Marktmissbrauch nahelegen, wenn sie zu anderen Geschäften, bestimmten Verhaltensweisen oder anderen Informationen in Bezug gesetzt werden.<sup>630</sup> Gegen eine richtige Umsetzung spricht, dass eben der Begriff des „begründeten Verdachts“ nicht in dieser Form übernommen wurde. Kritiker des Gesetzesentwurfes behaupten, dass im Zuge der Diskussion der Frage auf europäischer Ebene Einigkeit darüber bestanden habe, eine Anzeigepflicht, auch vor dem Hintergrund der hohen Geschwindigkeit der Transaktionsabwicklung, solle nur in solchen Fällen bestehen, in denen klare Anhaltspunkte dafür vorhanden seien, dass ein Marktmissbrauch vorliege.<sup>631</sup> Folgt man dieser Begründung, muss in § 10 Abs. 1 Satz 1 WpHG zum Ausdruck kommen, dass der jeweilige Umstand (Tatsache) nur dann im Sinne der Anzeigepflicht als verdachtsbegründend anzusehen ist, wenn aus ihm ohne Weiteres, d. h. ohne nähere Prüfung und Bewertung, auf ein marktmissbräuchliches Verhalten geschlossen werden kann. Ansonsten wird nicht ersichtlich, ob sich die Verpflichtung zur Anzeige auf lediglich ausgeführte Geschäfte bezieht oder nicht. Die jetzige Formulierung „...mit einem Geschäft....verstoßen wird“ ist diesbezüglich sehr unklar. Eine Auslegung dahingehend, dass eine Verpflichtung zur Anzeige auch bei verdächtigen Aufträgen besteht, steht nicht im Einklang mit den europäischen Vorgaben. Sowohl aus der Gesetzeshistorie als auch aus dem Wortlaut der Marktmissbrauchsrichtlinie ist klar ersichtlich, dass es sich nur um die Meldung ausgeführter Geschäfte handelt. Denn Art. 6 Abs. 9 der Marktmissbrauchsrichtlinie verpflichtet zur Anzeige nur, wenn ein begründeter Verdacht besteht, dass eine Transaktion ein Insider-Geschäft oder eine Marktmanipulation darstellen könnte, und Art. 1 Nr. 2 a) der Marktmissbrauchsrichtlinie differenziert bewusst zwischen den Begriffen „transaction“ – also durchgeführten Geschäften – und „orders“ – also Aufträgen.<sup>632</sup>

---

<sup>630</sup> Vgl. Richtlinie 2004/72/EG.

<sup>631</sup> Zentraler Kreditausschuss, S. 11.

<sup>632</sup> So die weiterführende Begründung des Zentralen Kreditausschusses, S. 11, der als Gegenvorschlag folgende Formulierung in die Diskussion einbringt: Wertpapierdienstleistungsunternehmen, andere Kreditinstitute, Betreiber von Märkten an denen Finanzinstrumente gehandelt werden und die Börsengeschäftsführung haben bei Feststellung von Tatsachen begründetem Verdacht, dass mit einem Geschäft über Finanzinstrumente gegen ein Verbot oder Gebot nach § 14 oder § 20a verstoßen worden ist, dieses unverzüglich der Bundesanstalt anzuzeigen. Begründeter Verdacht im Sinne von Satz 1 liegt vor bei Feststellung von Tatsachen, die darauf schließen lassen, dass mit einem Geschäft offensichtlich gegen ein Verbot oder Gebot nach § 14 oder § 20a verstoßen worden ist. Ein verdächtiges Geschäft darf unbeschadet der Anzeigepflicht ausgeführt werden.



Darüber hinaus besteht hierzu bereits eine Parallelregelung in § 4 Abs. 5 und 6 BörsenG. Nach § 4 Abs. 5 Satz 4 BörsG ist die Handelsüberwachungsstelle verpflichtet, die Bundesanstalt zu unterrichten, wenn sie Tatsachen feststellt, deren Kenntnis für die Erfüllung der Aufgaben der Bundesanstalt erforderlich ist. Die Unterrichtung hat insbesondere bei festgestellten Verstößen gegen das Verbot von Insidergeschäften und das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation zu erfolgen. Somit wäre es aus Klarstellungsgründen erforderlich zu klären, in welchem Verhältnis die beiden Regelungen zueinander stehen.<sup>633</sup>

Nach Abs. 2 hat die Bundesanstalt Anzeigen nach Abs. 1 unverzüglich an die zuständigen Aufsichtsbehörden derjenigen organisierten Märkte innerhalb der Europäischen Union oder des Europäischen Wirtschaftsraums weiterzuleiten, an denen die Finanzinstrumente nach Abs. 1 gehandelt werden. Insofern entspricht die Meldepflicht der Umsetzung von Art. 7 Abs. 2 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG.

Nach Abs. 3 gilt, dass derjenige, der eine Anzeige nach Abs. 1 erstattet, wegen dieser Anzeige nicht verantwortlich gemacht werden darf, es sei denn, die Anzeige ist vorsätzlich oder grob fahrlässig unwahr erstattet worden. Zur Begründung wird lediglich angeführt, dass dies die Bereitschaft erhöhen soll, die Anzeigenerstattung durchzuführen.<sup>634</sup> Allerdings übersieht der Gesetzgeber hier anscheinend einen wichtigen Aspekt. Eine ähnliche Anzeigepflicht findet sich in § 11 Geldwäschegesetz (GwG) und eine entsprechende Freistellung von der Verantwortlichkeit in § 12 GwG. Das GwG sieht in § 11 Abs. 1 S. 3 ausdrücklich eine Pflicht vor, die angetragene Finanztransaktion ohne Zustimmung der Staatsanwaltschaft erst zwei Werktage nach dem Abgangstag der Anzeige durchzuführen. Damit ist für die Anzeigepflichtigen eine klare Regelung für die Zulässigkeit der Durchführung der angetragenen Finanztransaktion nach fruchtlosem Ablauf von zwei Tagen gegeben. Demgegenüber enthält § 10 WpHG keine Regelung der Frage, ob die vermutliche Insidertransaktion oder kursmanipulative Handlung durchgeführt werden darf. Wer in Kenntnis der Insidertransaktion oder der kursmanipulativen Handlung diese durchführt, begibt sich trotz Anzeige in die Gefahr, Beihilfe zu der strafbaren Handlung zu leisten (entsprechend den Beihilfehandlungen von Bankmitarbeitern bei der Weiterleitung von un versteuerten Geldern in das Ausland als Beihilfe zur Steuerhinterziehung). Nach § 830 Abs. 2 BGB macht sich der Gehilfe ggf. ebenso wie der Täter gegenüber geschädigten Drit-

---

<sup>633</sup> Stellungnahme des Bundesrates, BT-Drucks. 15/3355.

<sup>634</sup> Vgl. Begründung § 10 Abs. 3 WpHG-E, S. 16.

ten schadensersatzpflichtig. Die Gefahr, sich strafrechtlich einer Beihilfe schuldig zu machen und zivilrechtlich als Gehilfe schadensersatzpflichtig zu werden, wird abschreckend auf die Vornahme einer Verdachtsanzeige wirken. Würde der Anzeigepflichtige die ihm angetragene Transaktion zur Vermeidung straf- und zivilrechtlicher Haftungsfolgen ablehnen, würde er gegen das Mitteilungsverbot nach § 10 Abs. 1 S. 2 WpHG verstoßen, da er eine Begründung für die Ablehnung der Transaktion angeben müsste. Würde er sie jedoch durchführen, würde er sich straf- und zivilrechtlichen Haftungsrisiken aussetzen. Die gesetzliche Regelung ist somit in sich widersprüchlich und trägt die Gefahr der Verfassungswidrigkeit in sich, denn jede Handlungsweise des Anzeigepflichtigen würde für diesen die Gefahr eines Gesetzesverstößes bergen. In das Gesetz sollte daher eine § 11 Abs. 1 S. 3 GwG vergleichbare Regelung aufgenommen werden. Diese Regelung sollte jedoch die sofortige Ausführung der angetragenen Transaktionen aufgrund der Volatilität der Wertpapierkurse gestatten.<sup>635</sup>

#### **f) Definition der Insiderpapiere, § 12 WpHG**

§ 12 enthält die Definition des Insiderpapiers und setzt damit die Vorgabe aus Art. 1 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie um. Hiernach sind Insiderpapiere Finanzinstrumente, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen sind, § 12 Nr. 1. Darüber hinaus fallen unter die Klassifizierung auch diejenigen, die in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, § 12 Nr. 2, oder deren Preis unmittelbar oder mittelbar von Finanzinstrumenten nach Nummer 1 oder Nummer 2 der Norm abhängt. Der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt oder der Einbeziehung in den geregelten Markt oder in den Freiverkehr steht gleich, wenn der Antrag auf Zulassung oder Einbeziehung gestellt oder öffentlich angekündigt ist. Der Gesetzgeber will über die Gemeinschaftsvorgabe hinausgehen, indem er auch den Freiverkehr mit einbezieht. Als Begründung wird angeführt, dass verhältnismäßig viele Insiderdelikte im Handelssegment des Freiverkehrs begangen werden. Weiterhin sei auch die internationale Zusammenarbeit gefährdet, wenn der Freiverkehr und Teile des geregelten Marktes

---

<sup>635</sup> So die Stellungnahme des Deutschen Anwaltsvereins, vertreten durch den Handelsrechtsausschuss S. 3, abzurufen unter [http://www.bundesgerichtshof.de/gesetzesmaterialien/Anleger/dav\\_26-04.pdf](http://www.bundesgerichtshof.de/gesetzesmaterialien/Anleger/dav_26-04.pdf).

nicht mehr überwacht würden und dort zu gehandelten ausländischen Werten keine Untersuchungen mehr durchgeführt werden könnten.<sup>636</sup>

Diese Erweiterung ist zu begrüßen. Der Gesetzgeber zeigt, wie ernst ihm nicht nur die Umsetzung der Gemeinschaftsvorgabe ist, sondern dass er tatsächlich das Ziel, den Kapitalmarkt und die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland weiter stärken will.<sup>637</sup> Durch die Ausdehnung auf den Freiverkehr wird das Vertrauen der Anleger in die Kapitalmärkte gestärkt, was zu erhöhten Investitionen in den gesamten Kapitalmarkt führt. Dies ist wiederum entscheidend dafür, dass der Funktionsschutz, insbesondere die allokativen Funktionsfähigkeit gestärkt wird.<sup>638</sup> Dass der Gemeinschaftsgesetzgeber dies nicht ebenfalls geregelt hat, ist zu bedauern, geht er doch in der Begründung zum Richtlinienentwurf davon aus, dass die Integrität der Märkte sich nur dann sichern lässt, wenn das Verbot missbräuchlicher Praktiken allgemein angewandt wird. In Anbetracht potentieller Entwicklungen auf den Finanzmärkten sollte sich der Verbotsbereich nicht ausschließlich auf die "geregelten Märkte" erstrecken.<sup>639</sup>

#### **g) Der Begriff der Insiderinformation, § 13 WpHG**

Eine Insiderinformation ist eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände oder Ereignisse, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Entscheidende Änderung ist hier, dass der Begriff der Insiderinformation durch die Insiderinformation ausgewechselt wurde, der somit auch Werturteile und Prognosen umfasst, den Anwendungsbereich erweitert und eine europaweite einheitliche Auslegung ermöglicht.<sup>640</sup> Die Geeignetheit ist gegeben, wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde. Hierbei wird entsprechend der Vorgabe aus Art. 1 Abs. 2 Richtlinie 2003/124/EG der subjektive Ansatz eingeführt und auf die Fixierung bestimmter Schwellenwerte wegen der Unvorhersehbarkeit von Marktvolatilitäten verzichtet.<sup>641</sup> Hinsichtlich des Bewertungsumfangs muss zumindest wie in § 15 WpHG der Konnex

---

<sup>636</sup> Vgl. Begründung § 12 WpHG-E, S. 17.

<sup>637</sup> Vgl. Begründung Allg. Teil A I S. 1.

<sup>638</sup> Zu den theoretischen Vorbemerkungen vgl. A III 5 a.

<sup>639</sup> KOM (2001) 281 S. 4.

<sup>640</sup> Rössner/Bolkart AG 2004 R 182.

<sup>641</sup> Vgl. Begründung § 12 WpHG-E, S. 18.

zwischen dem Unternehmenswert und dem Kursbeeinflussungspotential gegeben sein. Dies bedeutet, dass die Information nicht in der Gegenwart schon haben muss, die Geeignetheit an sich bereits ausreicht und auch mittelbare Auswirkungen genügen.<sup>642</sup> Die Gemeinschaftsvorgabe geht davon aus, dass verständige Investoren ihre Anlageentscheidungen auf Informationen stützen, die ihnen vorab zur Verfügung stehen, sog. Ex-ante-Informationen. Die Prüfung der Frage, ob ein verständiger Investor einen bestimmten Sachverhalt oder ein bestimmtes Ereignis im Rahmen seiner Investitionsentscheidung berücksichtigt hätte, sollte folglich anhand der ex ante vorliegenden Informationen erfolgen. Eine solche Prüfung sollte auch die möglichen Auswirkungen der Information in Betracht ziehen, insbesondere unter Berücksichtigung der Gesamttätigkeit des Emittenten, der Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstiger Marktvariablen, die das entsprechende Finanzinstrument oder unter den gegebenen Umständen damit verbundene derivative Finanzinstrument beeinflussen dürften. Soweit es sich um einen Umstand oder ein Ereignis handelt, welche in der Zukunft liegen, ist ein bloßes Gerücht darüber nicht ausreichend, sondern es müssen konkrete Tatsachen vorliegen, welche den jeweiligen Eintritt vorhersehbar erscheinen lassen.

#### **h) Das Verbot der Insidergeschäfte, § 14 WpHG**

Einige Neuerungen sind im Bereich des Verbots der Insidergeschäfte zu verzeichnen. Nach Umsetzung der Richtlinienvorschriften von Art. 2 Abs. 1 ist es zunächst verboten, unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen, oder einem anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten.

Bemerkenswert ist zunächst, dass deutlicher als in der Gemeinschaftsvorgabe nicht mehr der Begriff des „Ausnutzens“ sondern des „Verwendens“ eingesetzt wurde, um die Schwierigkeiten in der Beweisführung hinsichtlich des zweckgerichteten Handelns zu vermeiden. Der Begriff „unter Nutzung“ in der Übersetzung der Richtlinie wurde bereits in der Literatur als nicht geglückt bezeichnet, da es der erklärte Wille

---

<sup>642</sup> Möllers/Leisch, NZG 2003, 112, 116.

der Kommission war, auf subjektive Tatbestandselemente zu verzichten.<sup>643</sup> Der Handlungszweck wird somit nur noch in der Strafzumessung relevant, wobei der Insider die Informationen in sein Handeln einfließen lassen muss. Entsprechend der Richtlinienvorgabe reicht die Erfüllung einer Verbindlichkeit hierzu nicht aus.<sup>644</sup> Aus Klarstellungsgründen hätte der Gesetzgeber diese Einschränkung aus Art. 2 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie auch in den Text einfügen können. Dazu kommt, dass diese Ausnahme auch Probleme in der tatsächlichen Bewertung hervorrufen kann. So ist z.B. unklar, welche Art von Verpflichtungen hiervon erfasst wird und welche rechtliche Natur eine solche Verpflichtung aufweisen muss. Die Probleme, die sich schon in der Richtlinie ergeben, werden hier direkt in nationales Recht überführt, da der Gesetzgeber an dieser Stelle streng der Vorlage gefolgt ist.<sup>645</sup>

Hieran anknüpfend ergibt sich aber ein weiteres Problem, welches der Gesetzgeber bei der direkten Richtlinienumsetzung anscheinend nicht bedacht hat. Bisher wurde ein "Ausnutzen" nur dann bejaht, wenn der Insider seinen Wissensvorsprung bewusst mit dem Ziel einsetzte, für sich oder einen anderen einen wirtschaftlichen Vorteil zu erzielen, der als Verstoß gegen den Grundsatz der Chancengleichheit angesehen und missbilligt wurde.<sup>646</sup> Diese Auslegung wurde auch auf einen Vergleich zu der bisher geltenden Fassung von § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG a.F. gestützt, nach der der Insider in der Variante des Empfehlungsverbot es lediglich "auf der Grundlage seiner Kenntnis" handeln musste. Hiernach war herrschende Meinung, dass eine "Ausnutzung" der Kenntnis von einer Insidertatsache zweierlei voraussetzt. Zum einen muss ein Ursachenzusammenhang dergestalt bestehen, dass der Insider das Geschäft ohne die Kenntnis von der Insiderinformation nicht vorgenommen hätte. Zum anderen musste die Absicht bestehen, mit der Transaktion einen Gewinn zu erzielen bzw. Verlust zu vermeiden.<sup>647</sup> Sinn und Zweck von § 14 Abs. 1 WpHG ist grundsätzlich dergestalt, dass lediglich das Erfordernis der Gewinnerzielungsabsicht, nicht jedoch das des Ursachenzusammenhangs entfallen soll.<sup>648</sup> Die Regierungsbeurkundung arbeitet dieses Erfordernis jedoch nicht genug heraus. Dass der Täter die Information "in sein Handeln einfließen lassen" muss und die "reine Erfüllung einer Verbindlichkeit" eine "Verwendung einer Insiderinformation" entfallen lassen soll,

---

<sup>643</sup> Dier/Fürhoff, AG 2002, 604, 607.

<sup>644</sup> Vgl. Begründung § 14 Abs. 1 WpHG-E, S. 19.

<sup>645</sup> Dier/Fürhoff, AG 2002, 604, 607.

<sup>646</sup> BT-Drucks. 12/6679, S. 47.

<sup>647</sup> Stellungnahme des Deutschen Anwaltsvereins, S. 4.

<sup>648</sup> Stellungnahme des Deutschen Anwaltsvereins, S. 4.

könnte so interpretiert werden, dass nur im Falle der Erfüllung einer Verbindlichkeit ein Ursachenzusammenhang entfällt, nicht jedoch in anderen Fallkonstellationen.<sup>649</sup>

Der derzeitige Entwurf der Gesetzesbegründung führt daher zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit für wichtige wirtschaftliche Entscheidungen. Problematisch dabei ist auch, dass die Marktmissbrauchsrichtlinie eine sehr enge Vorgabe macht, die andere Konstellationen anscheinend nicht erfasst. Es wäre daher von Vorteil, klarzustellen, dass über die Erfüllung von Verbindlichkeiten hinaus der Ursachenzusammenhang in bestimmten Situationen nicht greift.

Darüber hinaus ist nunmehr auch das „Verleiten“ Dritter vom Verbotstatbestand erfasst. Als „Verleiten“ definiert der Gesetzgeber die Willensbeeinflussung eines anderen durch beliebige Mittel, was also auch durch eine Empfehlung möglich ist.

Der Verbotstatbestand gilt für Primär- wie auch für Sekundärinsider, so dass eine explizite Unterscheidung, wie in der Richtlinie vorgenommen, entfällt.<sup>650</sup> Neu ist somit, dass künftig auch die Sekundärinsider entsprechende Informationen nicht weitergeben bzw. keine Empfehlungen aussprechen dürfen, während ihnen bisher lediglich der Handel mit Insiderpapieren untersagt war.<sup>651</sup>

Durch die Formulierung in Abs. 2 ist nunmehr auch klargestellt, dass ein Handel im Bereich der Safe Harbour Regelung bereits tatbestandsausschließend wirkt. Hiernach stellen der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Maßnahmen zur Stabilisierung des Preises von Finanzinstrumenten in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot des Abs. 1 dar, soweit diese nach Maßgabe der Vorschriften der Verordnung 2273/2003 erfolgen.

Die Einbeziehung des Freiverkehrs in Regelung über Kursstabilisierungsmaßnahmen nach Abs. 2 ist aus Anlegerschutzgesichtspunkten zu begrüßen. Mit Recht wird darauf verwiesen, dass hierdurch Wertungswidersprüche vermieden werden.<sup>652</sup>

---

<sup>649</sup> So die Stellungnahme des *Deutschen Anwaltsvereins*, S. 4, die weitergehend davon ausgeht, dass davon nunmehr auch die Umsetzung unternehmerischer Entschlüsse betroffen sein könnten, die Insiderinformationen darstellen, momentan aber nicht von dem Ursachenzusammenhang erfasst werden.

<sup>650</sup> Bereits zum Entwurf der Marktmissbrauchsrichtlinie stellten *Dier/Fürhoff*, AG 2002, 604, 607 fest, dass die Unterscheidung nur deklaratorischer Art sei. Allerdings ermögliche die Trennung hinsichtlich der zu ergreifenden Sanktionen, dass Primär- und Sekundärinsider mit einem andern Strafmaß belegt werden könnten.

<sup>651</sup> *Kuthe*, ZIP 2004, 883, 884.

<sup>652</sup> Vgl. Begründung § 14 WpHG-E Abs. 2, S. 19.

## i) Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen, § 15 WpHG

Mit der Neugestaltung von § 15 WpHG hat der Gesetzgeber in einigen Punkten Neu-land betreten. Als eine der wichtigen Änderungen ist die Anknüpfung der Ad-hoc-Publizitätspflicht an die Insiderinformation zu sehen. Der Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die er eine solche Zulassung beantragt hat, muss Insiderinformationen, die ihn unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen.<sup>653</sup> Eine Insiderinformation betrifft den Emittenten insbesondere dann unmittelbar, wenn sie sich auf eine Tatsache bezieht, die in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten ist. Entgegen der Vorgabe von Art. 6 Abs. 1 der Richtlinie, wird nun doch wieder ohne Grund auf den Begriff der kursbeeinflussenden Tatsache zurückgegriffen.<sup>654</sup> Im Gegensatz zur derzeitigen Regelung, bei der es darauf ankommt, ob die Information im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten ist, ist nunmehr das Unmittelbarkeitserfordernis ausschlaggebend. Dies bedeutet, dass es hinsichtlich allgemeiner Marktdaten keine Veränderung geben wird, sich aber im Bereich der Übernahmeangebote eine neue Rechtslage ergeben wird.<sup>655</sup> Bisher wird eine Veröffentlichungspflicht abgelehnt, soweit der Emittent Kenntnis von einem Übernahmeangebot hat, da das Angebotsvorhaben nicht dem Tätigkeitsbereich der Zielgesellschaft zuzuordnen ist. Nunmehr ist aber zu bedenken, dass die Zielgesellschaft unmittelbar betroffen und das Angebotsvorhaben geeignet ist, den Börsenkurs unmittelbar zu beeinflussen, womit eine Veröffentlichungspflicht anzunehmen ist.<sup>656</sup> Ein weiteres Anwendungsfeld ist die Publizitätspflicht einer börsennotierten Tochtergesellschaft über Vorkommnisse bei der Muttergesellschaft, soweit sich die Ereignisse auf die Tochter beziehen.<sup>657</sup>

Die Pflicht, die Informationen unbeschadet der Maßnahmen die getroffen werden können um den Veröffentlichungsbestimmungen Folge zu leisten, auf der Internetseite des Emittenten zu veröffentlichen, hat der Gesetzgeber nicht übernommen. Dies verwundert angesichts der Begründung mit der § 15 WpHG geändert wurde. Markt-

---

<sup>653</sup> Somit wird das Verbot auch den Markt, der dem eigentlichen Börsenmarkt vorgelagert ist, ausgedehnt.

<sup>654</sup> Dies ist im Grunde völlig unverständlich, da noch in der Überschrift von § 14 die Insiderinformation genannt wird.

<sup>655</sup> *Rössner/Bolkart AG* 2004, R 182.

<sup>656</sup> So auch die Begründung zu § 15 Abs. 1 WpHG-E, die neben den Fällen von § 29 WpÜG auch noch die Herabstufung durch eine externe Ratingagentur anführt.

<sup>657</sup> An diesem Punkt wird kontrovers diskutiert, ob diese Pflicht nur gilt, soweit die Muttergesellschaft selbst nicht börsennotiert ist. Vgl. hierzu *Möllers*, ZBB 2003, 390, 391 sowie *Kuthe*, ZIP 2004, 883, 885.

teilnehmer sollen frühzeitig über marktrelevante Informationen verfügen, um sachgerechte Anlageentscheidungen treffen zu können. Daneben soll durch die schnellstmögliche und angemessene öffentliche Bekanntgabe von Insiderinformationen der Kreis der potentiellen Insider möglichst klein gehalten werden und der Zeitraum, in dem Insiderwissen missbräuchlich ausgenutzt werden kann, möglichst verkürzt werden. All dies wäre durch eine Veröffentlichung über die Internetseite des Emittenten sicherlich sehr einfach zu realisieren. Zwar bedeutet die Umsetzung, dass die Veröffentlichung per Internet erfolgen kann, dies aber nicht geschehen muss. Dies ist ein Rückschritt in die ineffiziente Praxis, Informationen in Printmedien zu veröffentlichen. Hier können dem Anleger wichtige geldwerte Informationen bis zur Veröffentlichung entgehen.

Die Umsetzung von Abs. 3 der Richtlinie erfolgt in Abs. 1 S. 3 WpHG. Danach hat derjenige, der als Emittent oder als eine Person, die in dessen Auftrag oder auf dessen Rechnung handelt, im Rahmen seiner Befugnis einem anderen Insiderinformationen mitteilt oder zugänglich macht, diese zeitgleich zu veröffentlichen, es sei denn, der Andere ist rechtlich zur Vertraulichkeit verpflichtet. Erfolgt die Mitteilung oder Zugänglichmachung der Insiderinformation nach Satz 3 unwissentlich, so ist die Veröffentlichung unverzüglich nachzuholen.

Eine wichtige Neuerung ist die Aufschiebung der Publizitätspflicht des Emittenten, die in Art. 6 Abs. 2 der Richtlinie vorgegeben und in Abs. 3 übernommen wurde. Bislang kann die BaFin den Emittenten von der Veröffentlichungspflicht befreien, wenn die Veröffentlichung der Ad-hoc-Tatsache geeignet ist, den berechtigten Interessen des Emittenten zu schaden. Nunmehr ist der Emittent bereits kraft Gesetzes so lange von der Ad-hoc-Publizitätspflicht befreit, wie es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert und die Gefahr der Irreführung der Öffentlichkeit nicht zu befürchten ist. Als Beispiele gelten Sanierungsmaßnahmen, laufende Übernahmeverhandlungen oder die noch ausstehende Zustimmung eines Aufsichtsratsmitgliedes zu einer Maßnahme.<sup>658</sup> Weitere kumulative Voraussetzung ist, dass der Emittent die Vertraulichkeit der Insidertatsache gewährleisten können muss, da ansonsten die Aufschubmöglichkeit der Publizitätspflicht entfällt. Das Gesetz macht in § 15 Abs. 3 S. 2 von der Möglichkeit Gebrauch, eine Meldepflicht gegenüber der BaFin einzuführen, so-

---

<sup>658</sup> Kuthe, ZIP 2004, 883, 885.



weit der Emittent sich dazu entscheidet, die Bekanntgabe von Informationen zu verschieben, vgl. Art. 6 Abs. 2 RiLi.

Zu Recht wird seitens der Literatur darauf hingewiesen, dass die Befreiungsmöglichkeit von Vorteil ist, aber in der vorliegenden Form unpräzise formuliert, bzw. nicht ausreichend an die Marktgegebenheiten angepasst wurde, was in der Praxis zu Unsicherheiten seitens des Emittenten führen kann. Nach der Formulierung in der RiLi und dem Entwurf ist die Pflicht zur Bekanntgabe unter den genannten Bedingungen nur aufgeschoben.<sup>659</sup> Entfallen die Voraussetzungen des Aufschubs, so ist der Emittent verpflichtet, die Veröffentlichung nachzuholen.<sup>660</sup> Gerade aber in dem vom Entwurf benannten Szenario einer möglichen Unternehmensübernahme stellt sich das Problem, wie zu verfahren ist, wenn die Verhandlungen abgebrochen wurden. Folgt man streng dem Gesetzeswortlaut, müsste nunmehr hinsichtlich der Gesamtsituation eine Veröffentlichung erfolgen. Allerdings ist nicht geregelt, was zu geschehen hat, wenn die Verhandlungen nicht abschließend abgebrochen wurden, Stillschweigen vereinbart wurde oder ein Geheimhaltungsinteresse einer Partei besteht, da weitere Verhandlungen mit anderen Interessenten noch im Raume schweben. Besteht seitens einer Partei ein solches Geheimhaltungsinteresse nicht und ist diese börsennotiert, so wäre sie zu Veröffentlichung gezwungen, was bei der anderen Partei zu erheblichen Nachteilen führen könnte.<sup>661</sup> Neben den vorgezeichneten Interessenkonflikten stellt sich als weiteres die Frage, inwieweit nach einem solchen Szenario überhaupt noch von einer Insidertatsache gesprochen werden kann. Denn nur dann besteht die Veröffentlichungspflicht. Dies entzieht sich einer pauschalen Bewertung, denn die gescheiterte Übernahme eines angeschlagenen Unternehmens durch einen Konkurrenten ist unter kursrelevanten Aspekten mit Sicherheit anders zu bewerten als die gescheiterte Übernahme eines gesunden Unternehmens durch eine marktfremdes Unternehmen, das versucht einen Mischkonzern aufzubauen. Da nicht vorhergesehen werden kann, ob derartige Informationen erhebliches Kursbeeinflussungspotential besitzen, wäre eine Veröffentlichung in den allermeisten Fällen anzu-

---

<sup>659</sup> Vgl. hierzu die Beispiele in Art. 3 der Richtlinie 2003/124/EG.

<sup>660</sup> § 15 Abs. 2 S. 3 WpHG-E sieht die Nachholungspflicht ausdrücklich vor. Aber auch aus dem Wortlaut der Richtlinie kann nichts anderes geschlossen werden, da die deutsche Übersetzung von „aufschieben“, die englische Version von „delay the public disclosure“ und der französische Text von „différer la publication“ spricht.

<sup>661</sup> Vgl. *Kuthe*, ZIP 2004, 883, 886.

raten.<sup>662</sup> Der Gesetzgeber sollte hier Marktsicherheit durch eine klare Verfahrenssystematik schaffen.

Abs. 6 regelt den bereits aus dem gültigen WpHG bekannten Umstand, wonach der Emittent gegen die Verpflichtungen nach den Absätzen 1 bis 4 verstößt, und danach einem anderen nur unter den Voraussetzungen der §§ 37b und 37c zum Ersatz des daraus entstehenden Schadens verpflichtet ist. Schadensersatzansprüche, die auf anderen Rechtsgrundlagen beruhen, bleiben unberührt. Die Einzelheiten hierzu werden im Rahmen der §§ 37 b und c näher betrachtet.

#### **j) Director's Dealings, § 15a WpHG**

Kein echtes Novum hinsichtlich der Regeln selbst, aber hinsichtlich der Reichweite bilden die Bestimmungen über die sog. Director's Dealings. Bisher galt nach § 15a WpHG, dass, sobald ein Mitglied des Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgans oder ein persönlich haftender Gesellschafter eines Emittenten, dessen Wertpapiere zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, Wertpapiere des Emittenten erwirbt oder veräußert, dies dem Emittenten und der Bundesanstalt unverzüglich schriftlich mitzuteilen ist. Als Grenze für die Mitteilungspflicht galt der Betrag von € 25.000.

Der Gesetzgeber hat diese Gruppen mit Übernahme der Gemeinschaftsvorgaben und durch eigene Modifikationen erheblich erweitert. Nunmehr gilt die Meldepflicht für Personen, die bei einem Emittenten von Aktien Führungsaufgaben wahrnehmen und eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder mit sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten, insbesondere Derivaten, tätigen. Die Verpflichtung obliegt auch Personen, die zu einer solchen Person in einer engen Beziehung stehen. Bei Personen mit Führungsaufgaben handelt es sich nach der Gesetzesdefinition um solche, die persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten sind, sowie sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Ent-

---

<sup>662</sup> *Kuthe*, ZIP 2004, 883, 886, stellt zu Recht auf das Problem ab, welcher Zeitpunkt für die Entscheidung, ob eine Publizitätspflicht besteht, abzustellen ist. Hierbei ist sowohl der Zeitpunkt der Suspendierung als auch der Zeitpunkt in dem die Suspendierung entfällt, in Betracht zu ziehen. Trotz des retrospektiven Charakters der Formulierung „nachzuholen“, ist aus dem Sinn und Zweck der Ad-hoc-Publizität zu folgern, dass es keinen Sinn macht, den Markt über Dinge zu informieren, die in nicht mehr interessieren. Andererseits muss aufgrund der Gesetzessystematik auf den Entscheidungszeitpunkt abgestellt werden, da dann auch die BaFin über die Verzögerung informiert werden muss. Verlegt man den Entscheidungszeitpunkt nach hinten, würde es dazu führen, dass weder eine Marktinformation noch die Unterrichtung der BaFin stattfindet.

scheidungen ermächtigt sind. Nahe stehende Personen sind solche, die deren Ehepartner, eingetragene Lebenspartner, unterhaltsberechtignte Kinder und andere Verwandte, die mit den in Abs. 2 genannten Personen zum Zeitpunkt des Abschlusses des meldepflichtigen Geschäfts seit mindestens einem Jahr im selben Haushalt leben. Juristische Personen, bei denen die vorgenannten Personen Leitungsaufgaben wahrnehmen gelten ebenfalls als nahe stehende Personen, genauso wie juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, die direkt oder indirekt von einer Person mit Führungsaufgaben kontrolliert werden, die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen.

Diese Umsetzung entspricht zunächst fast dem Richtlinienwortlaut.<sup>663</sup> Allerdings hat der Gesetzgeber den Zusatz „über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Emittenten zu treffen“ bei der Definition der Führungspersonen weglassen und um den Begriff „wesentlich“ erweitert. In der Literatur gibt es bereits erste Stimmen, die die Umsetzung als zu ungenau kritisieren, da durch die Verkürzung der Definition der Kreis der meldepflichtigen Personen sehr groß würde.<sup>664</sup> Dem kann in dieser Form nicht gefolgt werden. Zum einen geht der Gesetzgeber in seiner Begründung davon aus, dass es sich bei Personen mit unternehmerischer Entscheidungskraft um solche handelt, die auf die „zukünftige wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens Einfluss nehmen können“.<sup>665</sup> Zum anderen hat der Gesetzgeber die unternehmerische Einflussnahme um den Begriff „wesentlich“ ergänzt. Hieraus ist zu schließen, dass dies den Kreis der Führungskräfte wieder klar einschränkt und entsprechend dem Vorschlag der CESR nur auf sog. „top executives“ Anwendung findet. Aufgrund der Anknüpfung an die Organmitgliedschaft als entscheidendes Kriterium wird es also tatsächlich bei der Beschränkung der Mitteilungspflicht auf Mitglieder der ersten Führungsebene bleiben.<sup>666</sup> Auf die Frage, ob die Mitteilungspflicht nun alle leitenden Angestellten betrifft, muss nun nicht mehr eingegangen werden. Der Gesetzgeber hätte sich der Klarheit halber jedoch an die Richtlinienvorgabe halten

---

<sup>663</sup> Vgl. zu der Konkretisierung Art. 1 Richtlinie 2004/72/EG, welche die Komitologieumsetzung von Art. 6 RiLi abbildet.

<sup>664</sup> *Kuthe*, ZIP 2004, 883, 886, der davon ausgeht, der Gesetzgeber favorisiere eine weitere Form der Definition der unternehmerischen Entscheidung. Er ist der Ansicht, dies würde eine Flut von Mitteilungen führen, und der Gesetzgeber solle daher das Kriterium der unternehmerischen Entscheidung wieder auf die europäische Vorgabe eingrenzen. Daher teilt er auch nicht der Auffassung von *Butlar*, BB 2003, 2133, 2135, die davon ausgeht, es ändere sich nichts an der bestehenden Gesetzeslage, da nach wie vor nur Führungskräfte der ersten Ebene erfasst seien.

<sup>665</sup> Vgl. Begründung § 15a WpHG-E Abs. 2, S. 23.

<sup>666</sup> Vgl. die ausführliche Darstellung der CESR-Begründungen bei *von Butlar*, BB 2003, 2133, 2135.

sollen, denn durch die Einführung des unbestimmten Rechtsbegriffes „wesentlich“ hat er die Rechtsanwendung nicht erleichtert.<sup>667</sup>

Unklar ist hier auch, was unter dem Begriff der „Eigengeschäfte“ zu verstehen ist. Da in der Gesetzesbegründung hierüber nichts ausgesagt wird, ist auf die Komitologie-richtlinie zurückzugreifen, die hierunter „sämtliche Geschäfte auf eigene Rechnung versteht“.<sup>668</sup>

Auch der Kreis der sog. nahe stehenden Personen wurde erweitert. So konnte auch das Schlupfloch geschlossen werden, wonach Zwischenholdings, die von einem Vorstand angelegt wurden, keiner Meldepflicht unterliegen. Die juristischen Personen, die unmittelbar oder mittelbar von Führungskräften kontrolliert werden, unterliegen auch dann der Meldepflicht, wenn nahe stehende Personen dort Leitungsaufgaben wahrnehmen.

Die Geringfügigkeitsgrenze wurde von € 25.000 auf € 5.000 gesenkt. Hiernach besteht keine Meldepflicht, solange diese Summe der Gesamtsumme der Geschäfte bis zum Ende des Kalenderjahres nicht entspricht.

#### **k) Die Marktmanipulation, § 20a WpHG**

Mit dem Verbot, Marktmanipulation zu betreiben, entspricht der Gesetzgeber der Vorgabe aus Art. 5 RiLi, wonach die Mitgliedstaaten jedermann untersagen, Marktmanipulation zu betreiben. Aufgrund der Richtlinienvorgaben wird der erst durch das 4. FMFG eingeführte § 20a modifiziert.

Im Wesentlichen werden folgende Änderungen vorgenommen: Abs. 1 wird dahingehend umgestaltet, dass der Begriff der sog. „unrichtige Angaben“ um „irreführende Angaben“ ergänzt wird. Dies entspricht der wörtlichen Vorgabe der Richtlinie. Somit werden nunmehr auch die Angaben erfasst, die zwar inhaltlich in Ordnung sind, jedoch hinsichtlich der Information zu falschen Vorstellungen führen können. Daneben wird der Begriff des „Vermögenswertes“ durch den des „Finanzinstruments“ ersetzt.

---

<sup>667</sup> An dieser Stelle wird z.B. durch den *Zentralen Kreditausschuss* vorgeschlagen, die Worte „in vergleichbarer Weise“ einzufügen, da hierdurch deutlich gemacht werden soll, dass die sonstigen Personen nur solche sind, die im Hinblick auf ihre Entscheidungsgewalt eine Stellung innehaben, die derjenigen der Organmitglieder gleicht, nicht aber solche Personen erfasst, die hierarchisch weit tiefer angesiedelten Ebenen zugeordnet sind. Geschäfte solcher Personen dürften keine für den Markt interessanten Signale darstellen; ihre Einbeziehung wäre daher nicht verhältnismäßig.

<sup>668</sup> Vgl. Richtlinie 2004/72/EG, Art. 6. Somit ist auch dem DAV, S. 6 zu widersprechen, der sämtliche „initiierten“ Geschäfte erfassen will. Zum einen widerspricht dies ganz klar dem Richtlinienwortlaut, zum anderen ist der Nachweis der Initiierung häufig wohl nicht zu führen.

Satz 1 Nr. 2 wurde zur Umsetzung von Art. 1 Nr. 2 lit. a der Richtlinie eingeführt. Aus Anlegerschutzsicht erscheint die Streichung des bisherigen Absichtsmerkmals (um....einzuwirken) als interessant. Dies wird durch das Tatbestandsmerkmal der „objektiven Preiseinwirkungseignung“ geändert. Sicherlich ist hierin unter dem Aspekt der Beweiserhebung eine Erleichterung zu sehen, da eine Manipulationsabsicht äußerst schwierig nachzuweisen ist. Fraglich ist aber, warum hier überhaupt eine Tatbestandsergänzung in Abweichung zur Gemeinschaftsvorlage eingeführt wird. Nach Art. 1 Abs. 2 b, der als Vorlage dient, liegt bereits bei Geschäften oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträgen unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung eine Marktmanipulation vor. Eine Preisbeeinflussungsmöglichkeit ist hier nicht vorgesehen. Auch die Komitologie-richtlinien treffen hierzu keine Aussage.<sup>669</sup>

In Abs. 2 wurde die Vorgabe übernommen, wonach eine Ausnahme von dem Verbot besteht, Geschäfte vorzunehmen oder Kauf- oder Verkaufsaufträge zu erteilen, die geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen, soweit hierfür legitime Gründe vorliegen und dies mit der zulässigen Marktpraxis vereinbar ist. Das Vorliegen der legitimen Gründe soll nur dann zu verneinen sein, wenn festgestellt werden kann, dass der Handelnde in betrügerischer oder manipulativer Absicht gehandelt hat. Dies bedeutet aber, dass letztendlich doch wieder an anderer Stelle ein subjektives Element eingeführt und die Beweisführung erschwert wird.

Abs. 3 setzt Art. 8 der Richtlinie um und verweist hinsichtlich der Rückkauf- und Kursstabilisierungsprogramme auf die EU-Durchführungsverordnung 2273/2003, wobei in Ergänzung auch der Freiverkehr den Durchführungsmaßnahmen unterworfen wird.

Abs. 5 modifiziert die bereits bestehende Verordnungsermächtigung des Bundesfinanzministeriums und schafft die Möglichkeit, durch Rechtsverordnung anhand von Praxiserfahrung und der Entwicklung auf europäischer Ebene die Begriffe der falschen und irreführenden Signale bei der Beurteilung von Marktmanipulation und der

---

<sup>669</sup> Die Ergänzung ist insbesondere unter Einbeziehung der Gesetzesbegründung unverständlich, da diese die Streichung des Absichtselements damit begründet, sie sei nicht in der RiLi nicht vorgesehen.

Einschätzung von den bei Marktpraktiken zu berücksichtigenden Faktoren, entsprechend anpassen zu können.

Die Umsetzung von § 20a WpHG erscheint im ersten Moment geglückt, wirft aber bei näher Betrachtung gewisse – nicht nur europarechtliche – Probleme auf. Hinsichtlich der Bestimmtheitsanforderungen ist zu bemerken, dass der Gesetzgeber dem gemeinschaftsrechtlichen Rechtsnormvorbehalt genügt, auch wenn in der Literatur andere Alternativen hinsichtlich einer möglichen Umsetzung aufgezeigt werden.<sup>670</sup> So wird z.B. vorgeschlagen, anstatt eine Generalklausel wie in Abs. 1 Nr. 3 zu verwenden („sonstige Täuschungshandlungen“), zunächst alle Fallgruppen der Richtlinie zu regeln.<sup>671</sup> Ob dies unbedingt zielführend ist, mag dahin gestellt bleiben. Zumindest hat der Gesetzgeber die Vorgaben aus Art. 1 Abs. 2. richtig umgesetzt, indem er die Anpassung der Marktmanipulation mit Hilfe der Öffnungsklausel über eine separat zu definierende Generalklausel vollzogen hat. Entscheidend hierbei ist auch, dass es sich bei den Aufzählungen in der Richtlinie nur um Beispiele handelt. Auf diese kann immer wieder im Rahmen der ergänzenden Auslegung zurückgegriffen werden, ohne den Gesetzestext noch unübersichtlicher zu machen.

Der bisher gerügte Umsetzungsmangel in der vernachlässigten Pflicht zur Bezugnahme auf Art. 18 Abs. 2 ist nunmehr auch ausgeräumt worden. Hiernach haben die Mitgliedstaaten, die Vorschriften aufgrund der Richtlinie erlassen, bei der Veröffentlichung in den Vorschriften selbst oder durch einen Hinweis bei der amtlichen Veröffentlichung auf die Richtlinie Bezug zu nehmen. Da in den Gründen zum Erlass des AnSVG mehrfach explizit auf die Umsetzung der Richtlinie Bezug genommen wird, ist der Hinweispflicht Genüge getan.<sup>672</sup>

§ 20a WpHG sieht zwei entscheidende Verweisungen vor. Soweit § 20a Abs. 3 WpHG direkt auf die Maßgaben der Verordnung 2337/2003 EG hinsichtlich der Kursstabilisierungsmaßnahmen und Rückkaufprogramme verweist, ist dies unproblematisch. Allerdings erscheint die Umsetzung der bereits angesprochenen Verordnung<sup>673</sup> zur Konkretisierung einzelner Tatbestandsmerkmale problematisch. Die KuMaKV entspricht in weiten Teilen vollinhaltlich der Durchführungsverordnung der Kommission. Nach der ständigen Rechtsprechung des EuGH dürfen die Mitgliedstaaten keine

---

<sup>670</sup> Streinz/Ohler, WM 2004, 1309, 1313.

<sup>671</sup> Zur verfassungsrechtlichen Zulässigkeit der Generalklausel vgl. Möller, WM 2002, 309 ff.

<sup>672</sup> Streinz/Ohler, WM 2004, 1309, 1313.

<sup>673</sup> Zu den Einzelheiten der Verordnung vgl. Pfüller/Anders, WM 2003, 2445 ff.

Regelungen erlassen, die lediglich den Verordnungsinhalt wiederholen.<sup>674</sup> Begründet wird dies unter anderem damit, dass Rechtssicherheit oberste Priorität genießt, da ansonsten die Adressaten der Gemeinschaftsverordnung über den gemeinschaftsrechtlichen Charakter der Regelung irregeführt werden könnten. Als Ausnahme hierzu gilt nur die Möglichkeit, ganz spezielle Passagen zu wiederholen, um ein zusammenhängendes Regelungssystem zu ermöglichen.<sup>675</sup> Damit schließt die Existenz der Verordnung aus, dass identische nationale Vorschriften bestehen, da wegen der dadurch ausgelösten Unsicherheit über die Rechtsnatur und den Rang der in der Verordnung enthaltenen Regelung die einheitliche Geltung der Verordnung in den Mitgliedstaaten gefährdet wäre.<sup>676</sup> Als Folge hiervon wird in der Literatur vertreten, dass die KuMaKV hinsichtlich der Überschneidungen mit der Durchführungsverordnung nicht mehr angewendet werden darf.<sup>677</sup> An diesem Punkt besteht für den Gesetzgeber Nachbesserungsbedarf. Darüber hinaus ist nicht ganz klar, warum der Gesetzgeber an dieser Stelle gesondert eine eigene Verordnung erlässt, bei dem Verweis von § 14 Abs. 2 WpHG aber lediglich auch die Durchführungsverordnung der Gemeinschaft verweist.

## **I) Finanzanalysen, § 34b WpHG**

Eine weitere Änderung basierend auf der Gemeinschaftsregelung findet sich in § 34b WpHG.

Der Anwendungsbereich wurde ausgedehnt, so dass nicht nur Analysen von Wertpapierdienstleistungsunternehmen erfasst sind, sondern auch die von allen Personenkreisen, welche Analysen erstellen oder weitergeben. Dies wird somit insbesondere für freie Analysten, Journalisten und die Emittenten selbst gelten.<sup>678</sup> Gleichzeitig wird in Übereinstimmung mit den Vorgaben des Art.s 6 Abs. 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie in Satz 1 eine Legaldefinition des Begriffs der Finanzanalyse gegeben. Konsequenterweise werden nunmehr auch hier nicht nur direkte oder indirekte Empfehlungen hinsichtlich der Wertpapiere, sondern aller Finanzinstrumente erfasst. Pflichtauslösender Tatbestand ist somit das Erstellen und die Weitergabe von Finanzanalysen, wobei zur Erstellung sowohl die Erarbeitung der Analyse als auch

---

<sup>674</sup> EuGH Rs. 39/72, Kommission/Italien Slg 1973, 101, Rn. 16 f.

<sup>675</sup> EuGH Rs. 272/83, Kommission/Italien Slg 1985, 1057, Rn. 27.

<sup>676</sup> Streinz/Ohler, WM 2004, 1309, 1314.

<sup>677</sup> Streinz/Ohler, WM 2004, 1309, 1314.

<sup>678</sup> Kuthe, ZIP 2004, 883, 884.

deren Darbietung gehört.<sup>679</sup> Dabei wird der Begriff der sachgerechten Erstellung in einer weiteren Rechtsverordnung näher bestimmt werden. § 34b Abs. 1 S. 3 schreibt nunmehr in Erweiterung der bisherigen Rechtslage vor, dass im Hinblick auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, solche Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, offengelegt werden müssen. Es wird zukünftig der BaFin obliegen, zu beurteilen, ob aufgrund der mitgeteilten Tatsachen ein Interessenkonflikt vorliegt, da in der Vergangenheit teilweise Ungenauigkeiten bei der Abgrenzung zwischen den einem möglichen Konflikt zugrunde liegenden Tatsachen und dem Interessenkonflikt selbst vorlagen.<sup>680</sup>

Während auch bisher galt, dass bei der Erstellung oder Weitergabe von Finanzanalysen die notwendige Sachkenntnis, Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt vorherrschen müssen, ist nunmehr als weiteres Erfordernis zu beachten, dass Zusammenfassungen von Finanzanalysen nur dann weitergegeben werden dürfen, wenn deren Inhalt klar und nicht irreführend weitergegeben wird und auf das Ausgangsdokument und dessen öffentliche Fundstelle verwiesen wird, § 34b Abs. 2 WpHG. Interessant ist diese Regelung unter dem Aspekt der Transparenz für die einzelnen Anleger. Aber auch seitens der Erstellenden, insbesondere für Journalisten, die nicht lediglich andere Analysen zusammenfassen, sondern diese selbst erstellen, besteht die Möglichkeit sich entweder der gesetzlichen Kontrolle durch die BaFin oder einer vergleichbaren Selbstregulierung des Berufsstandes zu unterwerfen. Hiermit soll dem Grundrecht der Pressefreiheit entsprochen werden.<sup>681</sup>

Bereits der Entwurf des § 34 b WpHG hat aber zu umfassender Kritik geführt, basierend auf unterschiedlichen Interessenlagen verschiedener Verbändevertretungen und bedingt durch das Abweichen des Gesetzgebers von der Gemeinschaftsvorgabe.

Mit dem von § 34 b Abs. 1 Satz 1 umschriebenen Personenkreis wird an die Definition der „relevanten Personen“ des Art. 1 Nr. 5 der Richtlinie 2003/125/EG angeknüpft. Durch die Formulierung von § 34 b Abs. 1 Satz 1 werden nicht nur die für die Analyse verantwortlichen Unternehmen und selbständigen Analysten, sondern auch angestellte Analysten erfasst. Der Gesetzestext spricht hier von „Personen, die im Rah-

---

<sup>679</sup> Vgl. Begründung zu § 34 Abs. 1 WpHG-E, S. 28.

<sup>680</sup> Vgl. Fn. 675.

<sup>681</sup> Vgl. Fn. 675.



men ihrer Berufs- oder Geschäftstätigkeit eine Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten erstellen“. Es ist fraglich, ob dies der der Intention des europäischen Gesetzgebers entspricht, wonach die für Finanzanalysten geltenden Pflichten im Außenverhältnis nur denjenigen treffen sollten, der die rechtliche Verantwortung für die Erstellung bzw. Weitergabe der Analyse trägt.<sup>682</sup> Die Regelungen aus der Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG hingegen verlangen von den Mitgliedstaaten u.a. sicherzustellen, dass die für „relevante Personen“ tätigen natürlichen Personen entsprechend den für ihre Arbeitgeber geltenden Vorgaben handeln und - etwa bezogen auf persönliche Interessenkonflikte - ihren Mitwirkungspflichten nachkommen.<sup>683</sup> Nach dem Regierungsentwurf erscheint es aber als möglich, dass auch angestellte Analysten im Außenverhältnis für die von ihnen erstellten Analysen haften. Diese Diskrepanz könnte durch die Klarstellung beseitigt werden, dass im Außenverhältnis nur derjenige von den Pflichten des § 34b WpHG erfasst werden soll, der hierfür auch verantwortlich zeichnet.

Ebenfalls nicht unproblematisch erscheint die getroffene Regelung in § 34 Abs. 1 S. 2 WpHG. Sie bindet die Weitergabe oder öffentliche Verbreitung einer Finanzanalyse an die Voraussetzung einer sachgerechten Erstellung. Solange die Weitergabe durch den jeweiligen Ersteller erfolgt, ist dies unproblematisch. Erhebliche Probleme treten aber dann auf, wenn lediglich Analysen eines Dritten weitergegeben werden. Denn vom Wortlaut der Vorschrift des Regierungsentwurfs wäre auch die Annahme einer inhaltlichen Prüfungspflicht des Weitergebenden gedeckt.<sup>684</sup> Ob ein so weiter Wirkungskreis nach den europäischen Vorgaben intendiert ist, erscheint fraglich. Vielmehr erscheint es sinnvoll den Sachverhalt dahingehend zu begrenzen, dass für die sachgerechte Erstellung lediglich der aus der Analyse ersichtliche Ersteller allein die Verantwortung trägt.<sup>685</sup>

Eine weitere Abweichung von der europäischen Vorgabe zeichnet sich bei der Umsetzung von § 34 b Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 WpHG ab. Hiernach sollen bei der Weitergabe oder Verbreitung von Finanzanalysen Umstände oder Beziehungen angegeben werden, die bei den Erstellern Interessenkonflikte begründen können. Art. 5 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie 2003/125/EG sieht dagegen keine generelle Offenle-

---

<sup>682</sup> So der Vorwurf des *Zentralen Kreditausschusses*, S. 31.

<sup>683</sup> Die entsprechenden Regelungen finden sich in Art. 1 Abs. 5, Art. 4 Abs. 1 sowie Art. 5 Abs. 1 und Art. 6 Abs. 1 der RiLi 2003/125/EG.

<sup>684</sup> *Zentraler Kreditausschuss*, S. 17.

<sup>685</sup> *Zentraler Kreditausschuss*, S. 17.

gungspflicht vor. Nur ein "erheblicher Interessenkonflikt" muss offengelegt werden, wobei noch zu klären sein wird, ob damit nur bestehende oder auch lediglich potentielle Konflikte gemeint sind.<sup>686</sup> Da ein Verstoß gegen die Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten eine Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 1 Nr. 4 WpHG darstellt, wird zu Recht vorgeschlagen, die Umsetzung auf die Offenlegung "erheblicher" und zwar schon bestehender und/oder nur potentieller Interessenkonflikte zu beschränken, da sich in der nach § 34 b Abs. 8 WpHG vorgesehenen Rechtsverordnung eine solche Klarstellung angesichts des Gesetzesvorrangs nicht mehr vornehmen ließe.<sup>687</sup>

Die Umsetzung von Art. 6 Abs. 5 erscheint wenig geglückt. Während die Richtlinie davon ausgeht, dass eine sachgerechte Informationsdarbietung hinsichtlich der Analyse von Finanzinstrumenten, der Emittenten von Finanzinstrumenten oder sonstigen für Informationsverbreitungs Kanäle oder die Öffentlichkeit bestimmte Informationen gewährleistet werden soll, weicht der Entwurfstext deutlich davon ab. Hiernach müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die andere Empfehlungen für bestimmte Anlageentscheidungen über den Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments ihren Kunden zugänglich machen, diese Empfehlungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit darbieten und mögliche Interessenkonflikte offen legen. Dies entspricht nicht der europäischen Vorgabe. Insbesondere erscheint die Vorgabe der „anderen Empfehlungen“ als Gegenbegriff zur „Finanzanalyse“.<sup>688</sup> Daneben enthält die Vorschrift eine Sonderregelung zur Offenlegung von Interessenkonflikten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Dies könnte als Transformation von Art. 9 der Richtlinie 2003/125/EG zu verstehen sein. Hiernach müssen Wertpapierfirmen und Kreditinstitute, die Analysen Dritter lediglich weitergeben, ihre eigenen Interessenkonflikte offen legen, wenn die Empfehlung nicht bereits vom Ersteller über einen sog. Informationsverbreitungskanal weitergegeben wurde.<sup>689</sup> Auch aus der Begründung zum Gesetzesentwurf lässt sich kein Rückschluss auf die intendierte Regelung ziehen. Die Verweisung auf § 15 WpHG ist darüber hinaus als redaktioneller Fehler zu werten, da sie in diesem Kontext keinen Sinn ergibt.

Geht man vom Wortlaut der Norm aus, so erscheint es möglich, dass der Begriff der „anderen Empfehlungen“ auch solche jenseits von Finanzanalysen erfasst und sich

---

<sup>686</sup> DAV, S. 7.

<sup>687</sup> DAV, S. 7.

<sup>688</sup> Zentraler Kreditausschuss S. 18.

<sup>689</sup> Zentraler Kreditausschuss S. 18.

somit auch auf den Bereich der individuellen Anlageberatung bezieht. Dass dies aber vom Gemeinschaftsgesetzgeber so gewollt war, erscheint weniger plausibel, denn nach dem 3. Erwägungsgrund der Richtlinie 2003/15/EG ist eine Anlageberatung im Wege einer persönlichen Empfehlung eines oder mehrerer Geschäfte in Verbindung mit Finanzinstrumenten – insbesondere eine informelle kurzfristige Anlageempfehlung, die aus der Verkaufs- oder Handelsabteilung eines Wertpapierhauses oder eines Kreditinstituts stammt und an die Kunden weitergegeben wird – gegenüber einem Kunden, die der Öffentlichkeit wahrscheinlich nicht zugänglich gemacht wird, nicht als Empfehlung im Sinne dieser Richtlinie anzusehen.

Die getroffene Regelung scheint auch zu einer Überschneidung mit §§ 31, 32 WpHG zu führen. Insbesondere nach § 31 Abs. 1 Nr. 1 sind die Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse ihrer Kunden zu erbringen.<sup>690</sup>

Auch im Bereich der Compliance gibt es Konflikte, die es noch zu beheben gilt.<sup>691</sup>

Es zeichnet sich somit für die Überarbeitung des Entwurfs ein deutlicher Überarbeitungsbedarf ab, wenn der Gesetzgeber nicht Gefahr laufen will, eine unkorrekte Umsetzung zu riskieren

#### **m) Die Schadensersatzregelungen, §§ 37 b, c WpHG**

Die Regelungen der §§ 37 b und c werden im Entwurf lediglich hinsichtlich der Neuerungen, bzw. Änderungen aus § 15 WpHG angepasst.

Leider hat der Gesetzgeber die Möglichkeit nicht genutzt, um im Rahmen der Novellierung der §§ 37 b und c WpHG entscheidende Schwachstellen auszubessern und offene Fragen zu regeln. Nach wie vor ist ungeklärt, ob § 37b WpHG eine Veröffentlichungspflicht voraussetzt oder ob er eine solche Verpflichtung begründet, bzw. nur an das faktische Unterlassen anknüpft.

---

<sup>690</sup> Vgl. zu den Details von § 31 WpHG die Ausführungen bei *Leisch*, Informationspflichten.

<sup>691</sup> Der *Zentrale Kreditausschuss*, S. 18, weist darauf hin, dass eine zusätzliche Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten auch im Bereich jenseits der Finanzanalyse nicht nur mit einem erheblichen organisatorischen Mehraufwand in den Instituten verbunden wäre, sondern es würde auch das bestehende System der Chinese Walls, mit denen hausinterne Interessenkonflikte durch räumliche und organisatorische Trennung der jeweiligen Geschäftsbereiche vermieden werden sollen, ad absurdum geführt.

Viel entscheidender ist aber die Frage, welcher Schaden durch die Regelungen erfasst wird. Nach wie vor lassen sich nämlich drei Schadensarten annehmen, auf die bei der Berechnung Bezug genommen werden kann. Zum einen kommt hier der Kursdifferenzschaden in Betracht, d. h. die Differenz zwischen dem erzielten oder gezahlten Preis und dem hypothetischen Börsenpreis, der sich eingestellt hätte, wenn die unterlassene Mitteilung erfolgt bzw. die unrichtige Mitteilung nicht erfolgt wäre. Zum anderen ist es denkbar, den Schaden heranzuziehen, der aus der Investition bzw. der Desinvestition entstanden ist, einschließlich der Schäden aus anderweitig verursachten Kursveränderungen. Schließlich könnte neben dem Differenzschaden ein weitergehender Schaden aus der Investition bzw. Desinvestition bei zusätzlichem Kausalitätsnachweis liquidiert werden.

Auch im Bereich der Kausalität ist der Gesetzgeber nicht auf offene Punkte eingegangen, obwohl es auch hier einen Klärungsbedarf gibt. Nicht klar ist bisher, ob die Investitions- bzw. Desinvestitionsentscheidung durch die Desinformation des Marktes verursacht sein muss oder ob diese Frage unerheblich ist, weil lediglich der Kursdifferenzschaden zu ersetzen und dieser jedenfalls durch die Desinformation des Marktes verursacht worden ist. Unklar ist auch, ob eine Vermutung bzw. eine Umkehr der Beweislast dahin gehend besteht, dass die Desinformation des Marktes zu der schadensverursachenden Entscheidung geführt hat.

Obwohl der BGH nunmehr zumindest teilweise auf diese Fragen eingegangen ist, bleibt es jedoch Sache des Gesetzgebers, solche Fragen zu regeln und sie nicht einer wohlmöglich unüberschaubaren Judikatur zu überlassen.<sup>692</sup> Aus Gründen des Anlegerschutzes wäre es von großer Bedeutung für den Finanzplatz Deutschland, wenn diese offenen Fragen endlich geklärt würden.<sup>693</sup>

Nach Auffassung des Handelsrechtsausschusses des DAV entspricht es dem Sinn der Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität besser, §§ 37 b und c WpHG hinsichtlich der Kausalitätsanforderungen und des ersatzfähigen Schadens gleichzustellen. Darüber hinaus soll auf das Erfordernis einer (bewiesenen oder vermuteten) konkreten Kausalität verzichtet werden und der ersatzfähigen Schaden ohne Rücksicht auf die Um-

---

<sup>692</sup> So auch DAV, S. 9.

<sup>693</sup> Aus diesem Grund ist auch der Vorschlag des *Zentralen Kreditausschusses*, S. 20 strikt abzulehnen, die Haftung bei §§ 37 b und c auf vorsätzliches Handeln zu beschränken. Insbesondere scheint eine mögliche Veröffentlichungspflicht bei Gerüchten über Tatsachen als unwahrscheinlich, da es sich um eine präzise Information über eine Tatsache handeln muss, um die Veröffentlichungspflicht auszulösen. Auch scheint die Schwierigkeit bei der Abgrenzung von leichter und grober Fahrlässigkeit kein wirklich ziehender Grund zu sein, um die Haftung bei Fahrlässigkeit komplett zu streichen.

stände des Einzelfalls nach dem Kursdifferenzschaden bemessen und auf diesen begrenzt werden.<sup>694</sup>

Blickt man an dieser Stelle in einem Exkurs nach Frankreich, so muss man feststellen, dass sich dort ähnliche Probleme hinsichtlich der Verantwortlichkeit für falsche Kapitalmarktinformationen ergeben.

Kern der kapitalmarktrechtlichen Informationspflicht ist das von der Commission des opérations de Bourse (COB) erlassene Règlement n° 9-07. Diese sog. „obligation d'information du public“ deckt einen weiten Bereich hinsichtlich der Informationspflichten ab. Erfasst werden sämtliche marktbezogene Informationen, unabhängig davon, ob sie gesetzlich angeordnet oder freiwillig veröffentlicht worden sind, zur Regelberichterstattung gehören oder eine tatsächliche Ad-hoc-Mitteilung darstellen.<sup>695</sup> Art. 2 Règl. n°98-07 besagt, dass „l'information donnée au public doit être exacte, précise et sincère“, womit die Eckpfeiler der Verhaltensregeln klar und deutlich genannt sind.

Grundsätzlich ist festzustellen, dass zivilrechtliche Schadensersatzansprüche eine untergeordnete Rolle spielen; da eine bereichsspezifische Anspruchsgrundlage fehlt, wird der Klageweg nur selten beschritten.<sup>696</sup> Meist werden die Ersatzansprüche im Rahmen eines Strafverfahrens, ähnlich dem deutschen Adhäsionsprozess geltend gemacht. In Ermangelung einer besonderen Anspruchsgrundlage, bleibt den Anlegern nur die Möglichkeit, ihre Ansprüche über die Generalklausel des Art. 1382 Code Civil geltend zu machen. Anders als bei § 823 BGB können hier auch reine Vermögensschäden geltend gemacht werden.<sup>697</sup> Aber auch in der französischen Rechtslage ergeben sich Probleme, die in Deutschland wohl bekannt sind. So ist auch in Frankreich die Art und Weise der Schadensberechnung in verschiedenen Varianten möglich. Zum einen wurde den Anlegern vom Appellationsgericht in Paris wegen der Berechnungsschwierigkeiten ein pauschalisierter Schadensersatz zugesprochen, ohne auf die tatsächliche Kursentwicklung einzugehen.<sup>698</sup> Diesem Urteil vorausgehend hatte der Kassationsgerichtshof auf den Unterschiedsbetrag zwischen dem normalen Kurs und dem Kurs nach der Veröffentlichung abgestellt.<sup>699</sup> Als dritte Mög-

---

<sup>694</sup> DAV, S. 10.

<sup>695</sup> Fleischer/Jänig, RIW 2002, 729, 731.

<sup>696</sup> Fleischer/Jänig, RIW 2002, 729, 735.

<sup>697</sup> Fleischer/Jänig, RIW 2002, 729, 735.

<sup>698</sup> Vgl. CA Paris, 18.12.1995, Banque&Droit 1996,34 mit Anm. Peltier/de Vauplane.

<sup>699</sup> Vgl. Cass. Crim., 15.05.1993, Rev.soc. 1993,847 mit Anm. Boulloc.

lichkeit wurde in der Rechtsprechung ein Anspruch auf Rückerstattung des Kaufpreises gegen Rückgabe der erworbenen Aktien bejaht.<sup>700</sup>

Es bestehen somit ähnliche Probleme hinsichtlich der zivilrechtlichen Schadensberechnung. Mangels klarer Vorgaben durch den Gesetzgeber ist auch hier der Anleger auf die Hilfe der Judikative angewiesen, die aber durch ihre unterschiedliche Spruchpraxis die Situation nicht unbedingt vereinfacht.

#### **n) Straf- und bußgeldrechtliche Vorschriften, §§ 38 und 39 WpHG**

§ 38 WpHG regelt wie bisher die strafrechtlichen Vorgaben, § 39 WpHG die Bußgeldvorschriften.

Der Verstoß gegen das Verbot, Insiderpapiere unter Verwendung einer Insiderinformation zu erwerben oder zu veräußern, ist – wie auch nach der derzeit geltenden Regelung – unterschiedslos für jede Person strafbar. Nunmehr wird hier, doch in Übereinstimmung mit Art. 2 Abs. 1 Satz 2 und Art. 4 der Marktmissbrauchsrichtlinie zwischen Primär- und Sekundärinsidern differenziert. Mit § 38 Abs. 1 Nr. 2 d) WpHG wird Art. 2 Abs. 1 Satz 2 lit. d) der Marktmissbrauchsrichtlinie umgesetzt. Hiernach ist auch derjenige Primärinsider, wer im Zuge der Begehung oder der Vorbereitung einer Straftat eine Insiderinformation erlangt hat. Beispielhaft werden in der Entwurfsbegründung Eigentumsdelikte nach den §§ 242 ff. StGB oder auch Datenschutzdelikte nach den §§ 201 ff. StGB angeführt.<sup>701</sup> Sekundärinsider ist, wer auf sonstige Weise eine Insiderinformation erlangt hat. Das sachbezogene Merkmal des „Verfügens“ über eine Insiderinformation wird als notwendige Voraussetzung für die Qualifikation einer Person als Insider gesehen.<sup>702</sup> Es ist verboten, Insiderinformationen weiterzugeben und Dritte zu verleiten, Insiderpapiere zu erwerben oder zu veräußern. Dies gilt allerdings nur dann, wenn dies durch Insider veranlasst wurde, die aufgrund ihres Berufes oder ihrer Funktion oder aufgrund ihrer kriminellen Aktivität über eine Insiderinformation verfügen, also Primärinsider. Die Weitergabe und das Verleiten durch Sekundärinsider, bei denen keines der in § 38 Abs. 1 Nr. 2 a) bis d) WpHG aufgeführten Merkmale vorliegt, und die die Insiderinformation auf sonstige Weise erlangt haben, wird wegen des geringeren Unrechtsgehalts gemäß § 39 Abs. 1 Nr. 1 und 2 WpHG als Ordnungswidrigkeit geahndet. Abs. 2 entspricht dem bisherigen §

---

<sup>700</sup> Vgl. TGI Paris, 17.01.1997, Bull. Joly 1998, 485, mit Anm. Rontchevsky.

<sup>701</sup> Vgl. Begründung zu § 38 Abs. 1, S. 31.

<sup>702</sup> Vgl. Begründung zu § 38 Abs. 1, S. 31.

38 Abs. 1 Nr. 4 WpHG a.F. mit der Maßgabe, dass der Inhalt des neu eingeführten Tatbestand des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG eingearbeitet wurde. Der Gesetzgeber hat es an dieser Stelle versäumt, das Problem des Kausalitätsnachweises zu regeln. Das Problem liegt in der Tatsache, dass jeder Kausalitätsnachweis das Vorhandensein eines empirisch gesicherten Erfahrungssatzes voraussetzt, der eine Verbindung zwischen Ursache und Wirkung verknüpft. Selbst wenn in unmittelbarem zeitlichen Zusammenhang mit der Veröffentlichung einer vorteilhaften Meldung eine deutliche Kursveränderung zu beobachten ist, kann der strafrechtliche Kausalitätsnachweis nur schwer geführt werden.<sup>703</sup> Der unmittelbare Kausalitätsnachweis scheitert ebenso wie der Anscheinsbeweis daran, dass ein Naturgesetz oder ein allgemeiner Erfahrungssatz dahingehend nicht existiert, welches eine Verknüpfung zwischen Mitteilung und Kursrelevanz herstellt.<sup>704</sup>

Abs. 3 beruht auf Art. 2 Abs. 1 Satz 1 und auf Art. 14 der Marktmissbrauchsrichtlinie, wonach auch der Versuch eines Insiderhandels zu verbieten und zu sanktionieren ist. Nachdem die Vollendung der Tat nach geltendem Recht eine Straftat darstellt, ist die Einführung einer Versuchsstrafbarkeit für die betreffenden Delikte nach Ansicht der Bundesregierung sachgerecht, da der versuchte Insiderhandel ebenso wie der erfolgreich abgeschlossene Handel geeignet ist, das Vertrauen in den Kapitalmarkt zu erschüttern und damit die Funktionsfähigkeit der Börsen und Märkte zu gefährden.<sup>705</sup> Abs. 4 stellt die Umsetzung von Art. 4 in Verbindung mit Art. 2 und 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie dar. Die Verwirklichung des Tatbestandes setzt voraus, dass der Insider leichtfertig nicht erkennt, dass es sich bei der ihm bekannten Information um eine Insiderinformation im Sinne des § 13 WpHG handelt. Abs. 5 entspricht inhaltlich dem bisherigen Abs. 2 und wird um das Verbot des versuchten Insiderhandels ergänzt.

§ 39 WpHG setzt Art. 14 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie um, indem Verwaltungssanktionen für die jeweiligen Verstöße vorgesehen werden. Als Novum wurden Verstöße gegen Bestimmungen zur Weitergabe von Zusammenfassungen über Finanzanalysen aus § 34b Abs. 2 WpHG aufgenommen. Nummer 1 ist auf den neuen Verbotstatbestand in § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG abgestimmt. Die Nummer 4 wird entsprechend der Neufassung des § 34b WpHG angepasst. Bezüglich der Neu-

---

<sup>703</sup> Rössner, AG 2003, R16, R17.

<sup>704</sup> Rössner, AG 2003, R16, R17 zu den einzelnen Vorschlägen, das Beweisproblem zu lösen.

<sup>705</sup> Vgl. Begründung zu § 38 Abs. 1, S. 32.

regelung des § 34b Abs. 2 WpHG wird eine neue Nummer 5 eingeführt. Die Einfügung der Nummern 3 und 4 beruht auf Art. 4 in Verbindung mit Art. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie. Nach Ansicht der Bundesregierung ist der Verstoß gegen die Verbote des § 14 Abs. 1 Nr. 2 und 3 WpHG durch Insider, die nicht aufgrund ihres Berufes oder ihrer Funktion oder aufgrund ihrer kriminellen Aktivität eine Insiderinformation erlangt haben, nach den Vorgaben von Art. 14 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie als Ordnungswidrigkeit einzustufen, da der Unrechtsgehalt in objektiver Hinsicht im Vergleich zu den Straftatbeständen des § 38 WpHG geringer zu werten ist.<sup>706</sup> Die weiteren Änderungen sind Folgeänderungen und Ergänzungen aufgrund der Änderungen der §§ 4, 15, 15a, 15b, 16, 29, und 30 WpHG sowie der Einführung des § 34c WpHG. Nach den Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie werden leichtfertig begangene Verstöße gegen das Verbot von Insidergeschäften in den Nummern 3 und 4 und gegen das Verbot der Marktmanipulation in Nummer 11 als Ordnungswidrigkeit ausgestaltet. Abs. 4 wird um die neuen Ordnungswidrigkeitstatbestände in § 39 Abs. 1 und Abs. 2 WpHG ergänzt. Verstöße gegen § 20a Abs. 1 Satz 1 WpHG können mit einem Bußgeld von bis zu einer Million Euro, Verstöße gegen § 14 Abs. 1 Nr. 2 und 3 WpHG mit einem Bußgeld von bis zu zweihunderttausend Euro und Verstöße gegen § 34b Abs. 2 WpHG mit einem Bußgeld von bis zu fünfzigtausend Euro belegt werden, wobei dieser Rahmen sich an den schon bestehenden Sanktionsmöglichkeiten orientiert.

Allerdings stellt sich hier die Frage, ob diese Bußgeldregelung entsprechend der Vorgabe aus Art. 14 Marktmissbrauchsrichtlinie wirklich wirksam, verhältnismäßig und abschreckend ist. Die Deckelung mit dieser, verglichen an einer möglichen Gewinnspanne, relativ niedrigen Summe macht Kapitalmarktkriminalität nämlich kalkulierbar.<sup>707</sup> Im völligen Gegensatz hierzu steht die Entwurfsbegründung, die mit der vorgegebenen Regelung eine ausreichende Maßnahme getroffen zu haben glaubt.<sup>708</sup> Zuzustimmen ist der Begründung noch soweit, als sie davon ausgeht, dass die Weitergabe von Insiderinformationen und das Verleiten eines anderen zum Erwerb oder

---

<sup>706</sup> Vgl. Begründung zu § 39, S.33.

<sup>707</sup> Vgl. hierzu *Rössner/Bolkart*, AG 2003, R116, die auf eine statistische Erhebung der Universität Augsburg verweisen. Hiernach ergibt sich, dass positive Ad-hoc Meldungen den Kurs eines Wertpapiers um durchschnittlich 2,14 %, Ad-hoc Meldungen über Auftragseingänge sogar um 3,4 % verändern. Daraus lässt sich der Rückschluss ziehen, dass ein Kursmanipulator, der eine falsche Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht, bei einem Kapitaleinsatz von 44 Mio. Euro trotz Geldbuße immer noch einen Gewinn verbuchen kann. Diesen Berechnungen liegen eine Sanktionswahrscheinlichkeit von 100 % und der Handel von Basiswerten zugrunde.

<sup>708</sup> Begründung zu § 39, S.33.



zur Veräußerung von Insiderpapieren durch einen Insider, der auf sonstige Weise die Insiderinformation erlangt hat, ebenso wie das leichtfertig begangene Insidergeschäft und die leichtfertig begangene Marktmanipulation für das Vertrauen der Anleger in die Integrität und Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes nachhaltig negative Folgen haben kann. Allerdings erscheint es fraglich, ob aus Präventionsgründen daher in diesen Fällen der vorgegebene Bußgeldrahmen angemessen ist. In letzter Konsequenz bedeutet dies nämlich, dass großvolumige Kapitalmarktkriminalität, die auch tatsächlich kursbeeinflussend wirkt, im Verhältnis geringer sanktioniert wird, als Tatbestände die unter Armutisationsniveau liegen. An dieser Stelle wäre eine prozentuale Angleichung der Geldbuße an den realisierten Gewinn als mögliche Alternative zu diskutieren, um ein Gleichgewicht in der Verhältnismäßigkeit zu erlangen.

### **III Resümee**

Auf der Gemeinschaftsebene lässt sich eine klare Effektivitätssteigerung im Kapitalmarktrecht verzeichnen. Mit dem Erlass der Marktmissbrauchsrichtlinie und den Maßnahmen im Komitologieverfahren ist ein bedeutender Schritt auf dem Weg zu einem integrierten europäischen Kapitalmarkt bewältigt und den Bedürfnissen der Finanzmärkte Rechnung getragen worden. Durch die Vereinheitlichung der Regeln im Bereich des Marktmissbrauchs, können Anleger zu gleichen Bedingungen investieren.

Grundsätzlich ist allerdings weiterhin die Einführung einer zivilrechtlichen Haftung neben der expliziten Erwähnung des individuellen Anlegerschutzes zu fordern. Zunächst würde hierdurch der individuelle Anlegerschutz gestärkt, was zu einem erhöhten Vertrauen zu dem Finanzplatz Europa führt. Daneben würde die gemeinschaftsrechtliche Vorgabe „wirksamer, verhältnismäßiger und abschreckender Sanktionen“ erreicht. In einer Art „Verzahnungsmodell“ könnten strafrechtliche, verwaltungsrechtliche und zivilrechtliche Maßnahmen zusammenwirken, so wie es nun durch die Zusammenführung von Maßnahmen zur Bekämpfung der Insider- und Ad-hoc-Problematik vorgegeben wurde. Machen zivilrechtliche Ansprüche bei reinen Insidervergehen in seltenen Fällen keinen Sinn, sind sie doch im Bereich der fehlerhaften Ad-hoc-Publizität notwendig. Dies zeigt sich anhand des oben gegebenen Beispiels der Kalkulierbarkeit bei Ad-hoc-Verstößen, sowie anhand der vermehrt auftretenden Beispiele

in der Rechtsprechung zu fehlerhaften Ad-hoc-Meldungen. Wichtig wäre an dieser Stelle eine einheitliche Anspruchsgrundlage mit einer klaren Schadensberechnung und einer Regelung hinsichtlich der Kausalitätserfordernisse. Aus Gründen des individuellen und institutionellen Anlegerschutzes wäre dies erforderlich und durchsetzbar. Solange der geschädigte Anleger sich nur auf die Rechtsprechung in den einzelnen Mitgliedstaaten verlassen kann, fehlt es ein Stück weit an Effektivität.

Mit der Fortentwicklung des europäischen Rechts ist auch eine weitläufig positive Entwicklung auf der Ebene des nationalen Kapitalmarktrechts zu verzeichnen. Viele, von der Literatur seit Jahren geforderte Maßnahmen wurden umgesetzt und tragen nunmehr dazu bei, dass insbesondere der Anlegerschutz eine Stärkung erfährt.

Allerdings ist auch die Übernahme von gesetzgeberischen Unsauberheiten zu verzeichnen, was wohl an der engen Richtlinienvorgabe liegt. Hier nähert sich die Richtlinie wieder stark der Verordnung an, was wieder einmal die Frage aufwerfen wird, ob die Richtlinie nicht zu Gunsten der Verordnung entfallen sollte. An dieser Stelle sei nochmals besonders auf die Umsetzung bei §§ 14 und 15 WpHG verwiesen, die die Probleme des Gemeinschaftsrechts ungesehen übernehmen. Auch die Übernahme bestimmter Begrifflichkeiten aus dem Richtlinien text, ohne diese exakt zu definieren, werden für Unklarheiten sorgen, und es bleibt abzuwarten, bis die Rechtsprechung der Praxis hierzu entsprechende Leitlinien an die Hand gibt. Auf der anderen Seite existieren klare gemeinschaftsrechtliche Vorgaben, die der Gesetzgeber wie in § 15a WpHG wieder umschreibt und die somit zu abweichenden Umsetzungsergebnissen führen. Exemplarisch sei hier nochmals an die Umsetzung durch § 10 WpHG erinnert. Auf den ersten Blick scheint die Umsetzung trotz einer nur geringfügigen Änderung der Wortwahl geglückt, tatsächlich wird aber der Sinn der Norm verändert. Bleibt also der nationale Gesetzgeber bei den wörtlichen Vorgaben des Gemeinschaftsrechts oder weicht er von ihnen ab, kann dies zu Unklarheiten führen. Eine hundertprozentige Lösung wird die Richtlinie auch bei engster Vorgabe also nie liefern können, was nichts mit der Frage zu tun hat, ob grundsätzlich die Mindestharmonisierung erzielt wird, da hiervon schlichtweg grundsätzlich abgewichen wird.

Durch die Vorgabe eines engen Umsetzungszeitraumes bringt der Gesetzgeber die Mitgliedstaaten in die Gefahr, dass viele Umsetzungen mit „heißer Nadel“ gestrickt werden. Die strenge Übernahme der einzelnen Regelungen und unsaubere Geset-

zesarbeit ist die Folge, so dass die Umsetzungen dann häufig wie Fremdkörper im nationalen Recht empfunden werden.

Es ist an dieser Stelle noch zu früh, um eine abschließende Entwicklung des Lamfalusy-Prozesses auf den europäischen Kapitalmarkt gegeben zu können, da insbesondere die vierte Stufe noch nicht greift. Zumindest ist die Forderung in der Literatur häufig, dass eine Implementationskontrolle geschaffen werden soll, um die Umsetzung der Richtlinien zu überwachen. Das Zusammenwirken von Gesetzgebung, der Zusammenarbeit auf der Verwaltungsebene sowie der Rechtsprechung werden bald darüber Aufschluss geben.

Was auf europäischer Ebene zunächst als Erfolg für die Transparenz und die Anlegerinformation zu werten ist, läuft auf der nationalen Ebene Gefahr, als reine Beschäftigungs- und Verwaltungsmaßnahme zu enden. Die vielen Meldepflichten erwecken den Anschein, dass sie dem einzelnen Anleger keine große Hilfe sein werden, da Umfang und Anzahl zu einem Informationsüberfluss führen könnten, der nur noch von Experten zu überblicken ist.

Im Großen und Ganzen hat sich das europäische Kapitalmarktrecht positiv weiterentwickelt und dem Finanzplatz Europa zu einer Stärkung gegenüber anderen Märkten verholfen. Es bleibt zu hoffen, dass diese Weiterentwicklung anhält und sich nicht in einer Überregulierung verfängt.

## Literaturverzeichnis

Achleitner, Ann-Kristin/Bassen, Alexander	Investor Relations am Neuen Markt, Stuttgart 2001, zit.: Bearbeiter, in Achleitner/Bassen
Altenhain, Karsten	Die Neuregelung der Marktpreismanipulation durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, BB 2002, 1874-1879
Arbeitskreis Gesellschaftsrecht	Verbot des Insiderhandels, Rechtspolitische Überlegungen und Vorschlag eines Gesetzes gegen den unlautere Börsengeschäfte in Wertpapieren, Heidelberg 1976, zit.: Arbeitskreis Gesellschaftsrecht
Assmann, Heinz-Dieter	Harmonisierung des Kapitalmarkt- und Börsenrechts in der EG, in: Hadding, Hopt, Schimanski (Hrsg.), Deutsches und europäisches Bank- und Börsenrecht, Berlin 1994, zit.: Assmann, Harmonisierung
Ders.	Die Regelung der Primärmärkte für Kapitalanlagen mittels Publizität im Recht der Europäischen Gemeinschaft, AG 1993, 549-563.
Ders.	Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes, ZBB 1989, 49-63.
Ders.	Das künftige deutsche Insiderrecht (II), AG 1994, 237-258
Ders.	Kapitalmarkt in Europa, Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht, Vorträge und Berichte, Nr. 52, Tübingen 1994, zit.: Kapitalmarkt
Assmann, Heinz-Dieter/Schneider, Uwe H.	Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, Köln 1995, zit.: Bearbeiter, in: Assmann/Schneider
Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A.	Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Auflage, München 1997, zit.: Bearbeiter, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht
Baetge, Jörg	Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, Düsseldorf 1995, zit.: Bearbeiter, in: Baetge
Baums, Theodor	Anlegerschutz und Neuer Markt, ZHR 166 (2002), 375-382
Ders.	Haftung wegen Falschinformationen des Sekundärmarktes, ZHR 167 (2003), 139-192

Ders.	Bericht der Regierungskommission Corporate Governance 2001, BT-Drucks. 14/7515
Behrens, Gary Alexander	Risikokapitalbeschaffung und Anlegerschutz im Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, Deutsches und internationales Wirtschaftsrecht, Band 38, Diss. 2002, Hamburg
Bergmans, Bernhard	Inside Information and Securities Trading, A legal and economic analysis of the foundations of liability in the USA and the European Community, London 1991, zit.: Bergmans, Inside Information
Bleckmann, Albert	Das Recht der europäischen Union und der europäischen Gemeinschaften, 6. Auflage, Köln 1997, zit.: Bleckmann
von Buttlar, Julia	Director's Dealings: Änderungsbedarf aufgrund der Marktmissbrauchsrichtlinie, BB 2003, 2133-2139
Canaris, Klaus-Wilhelm/Larenz, Karl	Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 4. Auflage, Berlin 2000, zit.: Canaris/Larenz, Methodenlehre
Calliess, Christian/Ruffert, Matthias	Kommentar zum EU-Vertrag und EG-Vertrag. 2. Auflage, Neuwied 2002, zit.: Bearbeiter, in: Callies/Ruffert
Claussen, Carsten Peter	Bank- und Börsenrecht für Studium und Praxis, 3. Auflage, München 2003, zit.: Claussen, Bank und Börsenrecht
Ders.	Neues zur kommenden Insidergesetzgebung II, ZBB 1992, 267-283
Ders.	So musste es kommen! Über die Situation des deutschen Rechnungslegungsrechts, AG 1993, 278-280
Caspari, Karl-Burkhard	Die geplante Insiderregelung in der Praxis, ZGR 1994, 530-541
Deckert, Martina/von Rüden, Jens	Anlegerschutz durch europäisches Kapitalmarktrecht, EWS 1998, 46-54
Deutsche Börse AG	Insiderhandelsverbote und Ad-hoc-Publizität nach dem Wertpapierhandelsgesetz – Erläuterungen und Empfehlungen zur Behandlung kursbeeinflussender Tatsachen gem. §§ 12 Wertpapierhandelsgesetz, WM 1994, 2038-2048

Deutscher Anwaltsverein	Stellungnahme des Deutschen Anwaltsvereins, vertreten durch den Handelsrechtsausschuss S. 3, abzurufen unter <a href="http://www.bundesgerichtshof.de/gesetzesmaterialien/Anleger/dav_26-04.pdf">http://www.bundesgerichtshof.de/gesetzesmaterialien/Anleger/dav_26-04.pdf</a> , zit.: als DAV.
Deutscher Juristentag	Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages, Band II/1, 2002, zit.: Beschlüsse des DJT, in Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages
Dier, Christian/Fürhoff, Jens	Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie, AG 2002, 604-610
Duden	Die deutsche Rechtschreibung
Dühn, Matthias	Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, Diss Osnabrück 2003, zit.: Dühn, Schadensersatzhaftung
Elster, Nico	Europäisches Kapitalmarktrecht, Recht des Sekundärmarktes, München 2002, zit.: Elster, Kapitalmarktrecht
Ernst	Alle Börsianer künftig Insider?, WM 1990, 461
Europäische Wirtschaftsgemeinschaft/Kommission	Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarktes – Segré Bericht; Brüssel, 1966, zit. Segré-Bericht
Fenchel, Udo	Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – ein Überblick, DStR 2002, 1355-1362
Fischer zu Cramburg, Ralf	Eu-Kommission veröffentlicht Entwürfe zur Konkretisierung von Marktmissbrauchsvorschriften, AG 2003, R384-386
Ders.	Komitologie- und Lamfalussy- Verfahren bleiben umstritten, AG 2003, R426
Fleischer, Holger	Empfiehl es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? NJW-Beilage 23/2002, 37-41
Ders.	Empfiehl es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, in: Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages, Berlin 2002, zit.: Gutachten F

Ders.	Der Inhalt des Schadensersatzanspruchs wegen unwahrer oder unterlassener unverzüglicher Ad-hoc-Mitteilung, BB 2002, 1869-1874
Ders.	Director's Dealings, ZIP 2002 1217, 1220
Ders.	Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, NJW 2002, 2977-2983
Fleischer, Holger/Jähmig, Ronny	Verantwortlichkeit für falsche Kapitalmarktinformationen in Frankreich – das droit des marchés financiers, RIW 2002, 729-736
Franke, Günter/Hax, Herbert	Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 4. Auflage, Berlin 1999
Fürhoff, Jens	Neuregelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf europäischer Ebene, Auswirkung auf § 15 WpHG und systematische Einordnung, AG 2003, 80-85
Fürhoff, Jens/Wölk, Armin	Aktuelle Fragen zur Ad-hoc-Publizität, WM 1997, 449-459
Gehrt, John Alexander	Die neue Ad-hoc Publizität nach § 15 WpHG, Diss. München 1997, zit.: Gehrt
Gräfer, Horst/Beike, Rolf/Schälk, Guido A.	Finanzierung. Grundlagen, Institutionen, Instrumente und Kapitalmarkttheorie, 5. Auflage, Berlin 2001, zit.: Gräfer/Beike/Scheld, Finanzierung
Grimme, Leoni/v. Buttlar Julia	Neu Entwicklungen in der Ad-hoc-Publizität – Vom Vierten Finanzmarktförderungsgesetz zur Marktmissbrauchsrichtlinie – WM 2003, 901- 910
von der Groeben, Hans/Thiesing, Jochen/Ehlermann, Claus-Dieter	Kommentar zum EU/EG-Vertrag, Band, Art. 137-209a EGV, 5. Auflage, Baden-Baden 1997, zit.: Be- arbeiter, in: Groeben /Thiesing/ Ehlermann
Grundmann, Stefan	Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, Tübingen 2000, zit.: Grundmann, Systembildung
Ders.	Deutsches Anlegerschutzrecht in internationalen Sachverhalten, RabelsZ 1990, 283-324
Hasewinkel, Volker	Geldmarkt und Geldmarktpapiere, Diss. 1992, Frankfurt a. M., zit.: Hasewinkel, Geldmarkt
Häuser, Karl/Rodenstock, Adolf	Börse und Kapitalmarkt, 5. Auflage, Frankfurt a.M. 1997

Heidmeier, Heiner	Die Ad-hoc-Publizität gemäß § 44a BörsG im System der Berichtspflichten für Börsennotierte Aktiengesellschaften, AG 1992, 110 ff
Heinze, Stephan	Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Primärmarktes, München 1999, zit.: Heinze, Kapitalmarktrecht
Hellner, Thorwald/Bennat, Heinz-Dieter	Bankrecht und Bankpraxis, Stand 52. Lieferung, Januar 2002, zit.: Bearbeiter, in: BuB
Heß, Stefan	Die Umsetzung von EG-Richtlinien im Privatrecht, Diss. 1999, Frankfurt a. M., zit.: Heß, Die Umsetzung
Hommelhoff, Peter	Anlegerinformation im Aktien-, Bilanz-, und Kapitalmarktrecht, ZGR 2000, 748-775
Hopt, Klaus J.	Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz, ZHR 159 (1995), 135-163
Ders.	Europäisches und deutsches Insiderrecht, ZGR 1991, 17-73
Ders.	Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht, Teil I, ZHR 140 (1976), 201-235
Ders.	Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht, Teil II, ZHR (1977), 389-441
Ders.	Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken. Gesellschafts- bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute, Habilitationsschrift, München 1975, zit.: Hopt, Kapitalanlegerschutz
Ders.	Die Publizität von Kapitalgesellschaften – grundsätzliche Überlegungen zum Stand nach der 4. EG-Richtlinie und zur Diskussion in den USA, ZGR 1980, 225-253
Hopt, Klaus J./Rudolph, Bernd/Baum, Harald	Börsenreform, Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung, Stuttgart 1997, zit.: Bearbeiter, in: Hopt/Rudolph/Baum
Hopt, Klaus J./ Wiedemann	Großkommentar zum Aktiengesetz, 4. Auflage 1992
Hopt, Klaus J./Will, Michael R.	Europäisches Insiderrecht, Stuttgart 1973, zit.: Hopt/Will, Europäisches Insiderrecht



Hopt, Klaus J./Wymmersch, Eddi	European Insider Dealing, London 1991, zit.: Bearbeiter, in: Hopt/Wymmeersch
Hutter, Stephan/ Leppert, Michael	Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz aus Unternehmenssicht, NZG 2002, 649-657.
von Ilberg, Philip/Neises Michael	Die Richtlinienvorschläge der EU Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus der Sicht der Praxis, WM 2002, 635-647
Ipsen, Hans Peter	Richtlinien – Ergebnisse, in: Zur Integration Europas, FS für Ophüls, 1965, zit.: Ipsen, Richtlinien – Ergebnisse
Kaiser, Andreas	Die Sanktionierung von Insiderverstößen und das Problem der Kursmanipulation, WM 1997, 1557-1560
Kirchner, Christian	Zur zentralen Rolle der zivilrechtlichen Sanktionen im Recht des Insiderhandels, in: Wege zum japanischen Recht, FS für Zentaro Kitagawa zum 60. Geburtstag am 5. April 1992, S. 665-682, Hrsg. Leser, Hans G., zit.: Kirchner, Zivilrechtliche Sanktionen
Kissner, Wolfgang	Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit für Ad-hoc-Mitteilungen, Dissertation, Augsburg 2002, zit.: Kissner, Verantwortlichkeit
von Klitzing, Joachim	Die Ad-hoc-Publizität, Zwischen europäischer Vorgabe und nationaler Umsetzung und zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht, Berlin 1999, zit.: v. Klitzing, Ad-hoc-Publizität
Koch, Hans-Dieter	Konzeptionelle Grundlagen der Diskussion über Kapitalanlegerschutz unter Berücksichtigung des Nebenkapitalmarktes, Diss. Frankfurt am Main 1981
Koch, Hans-Dieter/Schmidt, Reinhard H	Ziele und Instrumente des Anlegerschutzes, BFuP 1981, S. 231-250
Koppensteiner, Georg	Österreichisches und europäisches Wirtschaftsprivaterecht, Teil 4 Börsen- und Kapitalmarktrecht, Wien 1996, zit.: Bearbeiter, in: Koppensteiner
Krauel, Wolfgang	Insiderhandel, Eine ökonomisch-theoretische und rechtsvergleichende Untersuchung, Diss. Hamburg 1998, zit.: Krauel, Insiderhandel
Kübler, Friedrich	Gesellschaftsrecht, 5. Auflage, Heidelberg 1999

Ders.	Gesellschaftsrecht, Die privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelungsprobleme von Verbänden und Unternehmen ; ein Lehrbuch für Juristen und Wirtschaftswissenschaftler, 5. Auflage, Heidelberg 1999, zit.: Kübler, Gesellschaftsrecht
Ders.	Aktienreform und Unternehmensverfassung, AG 1994, 141-148
Ders.	Gesellschaftsrecht versus Kapitalmarktrecht – Zwei Ansätze, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1995, 223-227
Ders.	Transparenz am Kapitalmarkt, AG 1977, 85-92
Kümpel, Siegfried	Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, Köln 2000, zit.: Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht
Kuthe, Thorsten	Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883-888
Lamfalussy, Alexandre	Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte unter Vorsitz von Alexandre Lamfalussy, 2001. Abzurufen unter <a href="http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/mobil/lamfalussy_de.htm">http://europa.eu.int/comm/internal_market/de/finances/mobil/lamfalussy_de.htm</a>
Leisch, Franz Clemens	Informationspflichten nach § 31 WpHG, Diss, Augsburg 2004, zit.: Leisch, Informationspflichten
Leis, Josef/Nowack, Erich	Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG, Stuttgart 2001, zit.: Leis/Nowack, Ad-hoc-Publizität
Lenenbach, Markus	Kapitalmarkt und Börsenrecht, Köln 2002, zit.: Lenenbach, Kapitalmarktrecht
Leppert, Michael/Stürwald, Florian	Die insiderrechtlichen Regelungen des Vorschlags für eine Marktmissbrauchsrichtlinie und der Stand der Umsetzung im deutschen Wertpapierhandelsrecht, ZBB 2002, 90-106.
Letzel, Hans-Joachim	Ad-hoc-Publizität: Änderungen durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz, WM 2003, 1757-1762

Lipfert, Helmut	Devisenhandel und Devisenoptionshandel, 4. Auflage, Frankfurt a. M. 1992, zit.: Lipfert, Devisenhandel
Lösler, Thomas	Compliance im Wertpapierdienstleistungskonzern, Hrsg.: Hadding, Hopt, Schimansky, Schriftenreihe der Bankrechtlichen Vereinigung, zgl. Diss., Mainz 2002
Lutter, Marcus	Europäisches Unternehmensrecht, Grundlagen, Stand und Entwicklung nebst Texten und Materialien zur Rechtsangleichung, Berlin 1996, zit.: Lutter, Europäisches Unternehmensrecht
Ders.	Die Treuepflicht des Aktionärs, ZHR 153 (1989), 446-471
Lutter, Marcus/Mertens, Hans-Joachim/ Ulmer, Peter	Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag, Berlin 1985, zit.: Bearbeiter, FS Stimpel
Manne, Henry G.	Insider Trading and the Stock Market, New York 1966, zit.: Manne, Insider Trading
Mauser, Johannes	Anlegerschutzlücken in den Investmentrichtlinien und den umsetzenden Inlandsgesetzen, Diss. Tübingen 1999, zit.: Mauser, Anlegerschutzlücken
Merkt, Hanno	Empfiehl es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? Gutachten G zum 64. Deutschen Juristentag, Berlin 2002, zit.: Merkt, Gutachten.
Ders.	Unternehmenspublizität, Tübingen 2001, zit.: Merkt, Unternehmenspublizität
Möller, Andreas	Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, WM 2002, 309-317
Möllers, M. J. Thomas	Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht. Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigen Recht, ZGR 1997, 334-367
Ders.	Kapitalmarkttauglichkeit des deutschen Gesellschaftsrechts, AG 1999, 433-442

Ders.	Die Rolle des Rechts im Rahmen der europäischen Integration, Tübingen 1999, zit.: Die Rolle des Rechts
Ders.	Das Europäische Kapitalmarktrecht im Umbruch – Ein Zwischenbericht zu den kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten unter rechtsvergleichender Perspektive, ZBB 2003, 390-409
Ders.	Europäische Richtlinien des bürgerlichen Rechts – Der neue Weg: Zur Rekodifikation des BGB und Neubegründung zivilrechtlicher Rechtsprinzipien, JZ 2002, 121-134
Möllers, M. J. Thomas/Leisch, Franz Clemens	Schadensersatz bei fehlerhaften Ad-hoc Mitteilungen – Anmerkungen zu den Urteilen des LG Augsburg vom 24.09.2001 und des OLG München vom 01.10.2002, ZIP 2002, 1989-2002
Ders.	Offene Fragen zum Anwendungsbereich der §§ 37b und 37c WpHG, NZG 2003, 112-116
Möllers, M. J. Thomas/Rotter, Klaus	Die Ad-hoc-Publizität, Handbuch der Rechte und Pflichten von börsennotierten Unternehmen und Kapitalanlegern, München 2003, zit.: Bearbeiter, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität
Mülbert, Peter O.	Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, WM 2001, 2085-2102
Moosmayer, Klaus	Straf- und busgeldrechtliche Regelungen im Entwurf eines Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, wistra 2002, 161 ff
Müller-Graff, Peter Christian	Privatrecht und Europäisches Gemeinschaftsrecht, 2. Auflage, Baden-Baden 1991, zit.: Müller-Graff, Privatrecht
Ders.	Europäisches Gemeinschaftsrecht und Privatrecht, NJW 1993, 13-23
Nettesheim, Martin	Die mitgliedstaatliche Durchführung von EG-Richtlinien. Eine Untersuchung am Beispiel der Luftqualitätsrahmenrichtlinie, Berlin 1999
Oehlert, Sebastian	Harmonisierung durch EG-Richtlinien: Kompetenzen, Legitimation, Effektivität, Jus 1997, 317-322

Ott, Claus/Schäfer, Hans-Bernd	Ökonomische Auswirkungen der EG-Insider-Regulierung in Deutschland, ZBB 1991, 226-241
Oppermann, Thomas	Europarecht, 2. Auflage, München 1999, zit.: Oppermann, Europarecht
Oppitz, Martin	Anmerkungen zur Unternehmenspublizität nach dem Börsengesetz, in Österreichisches Bankarchiv 1992, 1081 ff, zit.: Oppitz, Unternehmenspublizität
Pfister, Bernhard	Stand der Insiderdiskussion, ZGR 1981, 318-347
Pfüller, Markus/Anders, Ditmar	Die Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation nach § 20a WpHG, WM 2003, 2445-2454
Rabe	Europäische Gesetzgebung – das unbekannte Wesen, NJW 1993, 1-5
Rössner, Michael	Beweisprobleme für die Kursrelevanz fehlerhafter Unternehmensmeldungen, AG 2003, R16-R17
Rössner, Michael-Christian/Bolkart, Johannes	Entwurf einer Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation, AG 2003, R349-R350
Ders.	BMF stellt Entwurf eines „Anlegerschutzverbesserungsgesetzes“ vor, AG 2004, R182-R184
Ders.	Deutsche Insiderhandels- und Kursmanipulationsverbote und europäische Vorgaben, AG 2003, R114-R116
Rückert, Susanne/Kuthe, Thorsten	Entwurf einer Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation, BKR 2003, 647-648
Schäfer, Frank A.	Zulässigkeit und Grenzen der Kurspflege, WM 1999, 1345-1352
Ders	WpHG, BörsG, VerkProspG, Stuttgart 1999, zit.: Bearbeiter, in Schäfer
Scherzberg, Arno	Mittelbare Rechtssetzung durch Gemeinschaftsrecht, Jura 1992, 572-578

Schneider, Dieter	Wider Insiderhandelsverbot und die Informationseffizienz des Kapitalmarks, DB 1993, 1429-1435
Ders.	Informations- und Entscheidungstheorie, München 1995, zit.: Schneider, Informations- und Entscheidungstheorie.
Schörner, Peter	Gesetzliches Insiderhandelsverbot. Eine ordnungspolitische Analyse, Wiesbaden 1991, zit.: Schörner, Insiderhandelsverbot
Schrödermeier, Martin/Wallach, Edgar	Die Insider-Richtlinie der Europäischen Gemeinschaft, EuZW 1990, 122-126
Schuster, Helmut-Ernst	Die EWG-Richtlinie; Ihre Funktion für die europäische Integration, 1977, zit.: Schuster, Die EWG-Richtlinie
Schwark, Eberhard	Börsengesetz, Kommentar zum Börsengesetz, zu den börsengesetzlichen Nebenbestimmungen und zu den Insiderrichtlinien, 2. Auflage, München 1994, zit.: Schwark, BörsenG
Schwarze, Jürgen	EU-Kommentar, zit.: Bearbeiter, in: Schwarze, Baden-Baden 2000
Schweizer, Michael	Staatsrecht III: Staatsrecht, Europarecht, Völkerrecht, 7. Auflage, Heidelberg 1997, zit.: Schweizer, Staatsrecht
Seitz, Jochen	Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, BKR 2002, 340-347
Siebel, Ulf R.	Der Sekundärinsider, in: FS für Johannes Semmler zum 70. Geburtstag, S. 955 ff, Berlin 1993, zit.: Siebel, in: FS Semmler
Siedentopf, Heinrich	Europäische Gemeinschaft und kommunale Beteiligung, DÖV 1988, 981-988
Spindler, Joachim von/Becker, Willy/Starke, Otto-Ernst	Die Deutsche Bundesbank, 4. Auflage, Stuttgart 1973, zit.: Spindler/Becker/Starke, Bundesbank
von Stebut, Dietrich	Gesetzliche Vorschriften gegen den Missbrauch von Insiderinformationen, DB 1974, 613-619

Steinhauer, Carsten	Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, Eine rechtsvergleichende Analyse zivilrechtlicher Haftungsansprüche von Anlegern in den USA und in Deutschland, Baden-Baden 1999, zit.: Steinhauer, Insiderhandelsverbot
Steinhübel, Heinz O.	Die private Computerbörse für mittelständische Unternehmen. Ökonomische Notwendigkeit und rechtliche Zulässigkeit, Berlin 1998
Streinz Rudolf/Ohler Christoph	§20a WpHG in rechtstaatlicher Perspektive – europa- und verfassungsrechtliche Anforderungen an das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation, WM 2004, 1309-1317
Stumpf, Cordula	EG-Insiderrecht: Die Insider-Richtlinie als Bestandteil eines europäischen Kapitalmarktrechts und ihre Folgen für das deutsche Recht, in: Jahrbuch junger Zivilrechtswissenschaftler 1990, Hamburger Tagung 1990, zit.: Stumpf, EG-Insiderrecht
Tippach, Stefan U.	Das Insider-Handelsverbot und die besondern Rechtspflichten der Banken, Köln 1995, zit.: Tippach, Insider-Handelsverbot.
Veil, Rüdiger	Die Ad-hoc-Publizitätshaftung im System kapitalmarktrechtlicher Informationshaftung, ZHR 167 (2003), 365-402
Waldhausen, Stefan	Die Ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsache, Diss Bochum, 2001
Wagner, Klaus-R.	Sind Kapitalanleger Verbraucher? BKR 2003, 649-656
Waser, Heinz	Die Insiderregelung in der Bundesrepublik Deutschland – Rezeptionsmodell für die Schweiz ? Zürich 1981, zit.: Waser, Insiderregelung
Weber, Martin	Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2003, NJW, 28-38
Ders.	Der Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsrichtlinie, EuZW 2002, 43-47
Weber, Stefan	Kapitalmarktrecht, Eine Untersuchung des österreichischen Rechts und des Europäischen Gemeinschaftsrechts, Wien 1999, zit.: Weber, Kapitalmarktrecht

Weitbrecht, Andreas	Publizität, Anlegerschutz und Gesellschaftsrecht im Europäischen Kapitalmarktrecht, EWS 1994, 418-423
Wittich, Georg	Erfahrungen mit der Ad-hoc-Publizität in Deutschland, AG 1997, 1ff
Wittkowski, Bernd	Die Entwicklung am Kapitalmarkt, insbesondere am Neuen Markt, ZHR 167 (2003), 130-138
Wölk, Jonas	Die Umsetzung von Richtlinien der Europäischen Gemeinschaft, Diss. München, 2002, zit.: Wölk, Umsetzung
Yi, Jun Seob	Anlegerschutz durch Unternehmenspublizität bei Aktienemissionen, Börsenzulassung und Aktienhandel im europäischen, deutschen und koreanischen Recht – Eine rechtsvergleichende Untersuchung, Diss. Gießen 1992, zit.: Yi, Anlegerschutz
Zentraler Kreditausschuss	Stellungnahme des Zentralen Kreditausschusses und des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V. zum Entwurf der Bundesregierung für ein Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG) vom 13. Mai 2004 <a href="http://www.bundesgerichtshof.de/gesetzesmaterialien/Anleger/zentralerkreditausschuss_13_Mai_2004.pdf">http://www.bundesgerichtshof.de/gesetzesmaterialien/Anleger/zentralerkreditausschuss_13_Mai_2004.pdf</a>
Zuleeg, Manfred	Der Beitrag des Strafrechts zur europäischen Integration, JZ 1992, 761-769
Zimmer, Daniel	Verschärfung der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, WM 2004, 9-21